

Die Neuregelung der Wohlverhaltensregeln durch die Richtlinie 2004/39/EG

- Eine Verbesserung des Anlegerschutzes im Vergleich zum derzeitigen
deutschen Recht ? -

Dissertation

zur Erlangung der Würde eines Doktors
der juristischen Fakultät der Universität Augsburg

vorgelegt von
Regierungsrätin z.A. Luisa Ilg
aus Augsburg

Erstgutachter: Prof. Dr. Thomas Möllers
Zweitgutachter: Prof. Dr. Jörg Neuner

Tag der mündlichen Prüfung: 27. Juli 2006

Inhaltsverzeichnis

INHALTSVERZEICHNIS	I
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	XIII
EINFÜHRUNG	1
KAPITEL 1: DIE WOHLVERHALTENSREGELN IM KONTEXT DES EUROPÄISCHEN KAPITALMARKTRECHTS	3
A. Allgemeines	3
B. Begriff und Regelungsbereiche des Kapitalmarktrechts	3
C. Entwicklung eines europäischen Kapitalmarktrechts	4
I. Der Segré-Bericht	4
II. Aktionsplan für Finanzdienstleistungen	6
1. Entstehung	6
2. Inhalt	8
III. Bericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der Europäischen Wertpapiermärkte	9
1. Der Zwischenbericht	9
2. Der Schlussbericht	9
a) Erste Stufe: Erlass eines Basisrechtsaktes	10
b) Zweite Stufe: Erlass von Detailregelungen	10
c) Dritte Stufe: Gewährleistung der einheitlichen Umsetzung und Anwendung	11
d) Vierte Stufe: Durchsetzung des Gemeinschaftsrechts	11
3. Rechtlicher Hintergrund des neuen Rechtsetzungsverfahrens...	12
IV. Stand des europäischen Kapitalmarktrechts heute	13
1. Verfahrensgang	14
2. Gründe für die Überarbeitung der ISD	15
3. Inhaltlicher Überblick	17
a) Schaffung eines Rechtsrahmens für verschiedene Arten von Auftragsausführungssystemen	17
(a) Geregelte Märkte	17
(b) Multilaterale Handelssysteme	17
(c) Internalisierung	18
b) Ausweitung des Geltungsbereichs der Richtlinie	19

c) Regelungen zum Anlegerschutz	20
d) Weitere Reformpunkte	20
(a) Bekämpfung des Marktmissbrauchs	20
(b) Clearing und Abrechnung	21
(c) Stellung und Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden	21
 KAPITEL 2: DIE WOHLVERHALTENSREGELN NACH EURO- PÄISCHEM RECHT	 23
A. Rechtshistorische Entwicklung auf europäischer Ebene	23
I. Empfehlungen betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen	23
II. Die Richtlinie des Rates der europäischen Gemeinschaften über Wertpapierdienstleistungen	24
1. Erster Vorschlag	24
2. Zweiter Vorschlag	24
3. Gemeinsamer Standpunkt	25
III. MIFID	26
B. Wichtiges zu den Wohlverhaltensregeln der MIFID	26
I. Zweck der Wohlverhaltensregeln	26
1. Anlegerschutz	27
2. Funktionsschutz der Kapitalmärkte	29
3. Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen	31
II. Rechtsangleichungsintensität	31
1. Verbot zusätzlicher Anforderungen aus Art. 31 Abs. 1 Unter- absatz 2 MIFID	32
2. Verbot zusätzlicher Anforderungen aus Art. 32 Abs. 1 Unter- absatz 2 MIFID	33
3. Ergebnis	34
III. Erlass von Durchführungsmaßnahmen	34
1. Verfahrensgang	35
2. Ziel und Harmonisierungsgrad	36
C. Inhalt der Wohlverhaltensregeln der MIFID	38
I. Anwendungsbereich	38
1. Wertpapierfirmen	39

a) Juristische Person	39
b) Gewerbsmäßiges Handeln im Rahmen ihrer üblichen beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit	40
2. Kreditinstitute	40
3. Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten	40
4. Nebendienstleistungen	43
5. Kunde	44
a) Geeignete Gegenparteien	45
(a) Begriffsbestimmung	45
(b) Anwendbarkeit der Wohlverhaltensregeln bei Geschäften mit geeigneten Gegenparteien	48
b) Professionelle Kunden und Kleinanleger	50
(a) Begriffsbestimmung: professioneller Kunde	50
(b) Begriffsbestimmung: Kleinanleger	52
(c) Anwendbarkeit der Wohlverhaltensregeln bei Ge- schäften mit professionellen Kunden bzw. Kleinanlegern	52
II. Die allgemeine Wohlverhaltenspflicht des Art. 19 Abs. 1 MIFID ..	53
1. Generalklausel oder eigenständige Pflicht	53
2. Pflichteninhalt	55
III. Die Anforderungen an Informationen gem. Art. 19 Abs. 2 MIFID	56
1. Gegenstand	56
a) „alle Informationen“	56
b) „Marketing-Mitteilungen“	57
2. Anforderungen	58
a) Redliche, eindeutige und nicht irreführende Informationen, einschließlich Marketing-Mitteilungen	58
b) Erkennbarkeit von Marketing-Mitteilungen	62
IV. Die Informationspflicht des Art. 19 Abs. 3 MIFID	62
1. Inhalt der Informationspflicht	63
a) Angemessene Informationen über die Wertpapierfirma und ihre Dienstleistungen, Art. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 1 MIFID ..	63
(a) Allgemeine Informationen über die Wertpapierfirma ..	63
(b) Informationen über die Wertpapierfirma bei Portfolio- Management	64

(c) Informationen über die Dienstleistungen der Wertpapierfirma	65
b) Angemessene Informationen über Finanzinstrumente, Art. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 2 MIFID	66
(a) Pflichteninhalt allgemein	66
(b) Keine Pflicht zur Information über spezielle Risiken ..	67
c) Angemessene Informationen über Ausführungsplätze, Art. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 3 MIFID	70
d) Angemessene Informationen über Kosten und Nebenkosten, Art. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 4 MIFID	70
2. Form der Informationserteilung	71
3. Zeitpunkt der Informationserteilung	72
a) Erstmalige Information des Kunden durch die Firma	72
b) Information bei wiederholter Dienstleistungserbringung	76
c) Änderung von erteilten Informationen	79
4. Inhalt der Informationspflicht bei Marketing-Mitteilungen	79
5. Informationen für professionelle Kunden	81
V. Erkundigungspflicht und Geeignetheitstest bei Anlageberatung oder Portfolio-Management gem. Art. 19 Abs. 4 MIFID	81
1. Anwendungsbereich	82
a) Portfolio-Management	82
b) Anlageberatung	82
2. Erkundigungspflicht	84
a) Finanzielle Verhältnisse	84
b) Anlageziele	84
c) Kenntnisse und Erfahrungen	85
d) Umfang der Erkundigungspflicht	85
3. Geeignetheitstest	88
a) Keine Beratungspflicht	88
b) Beurteilung der Geeignetheit (Suitability)	89
(a) Kriterien	89
(b) Bedeutung individueller Risiken	91
(c) Beurteilung der Geeignetheit bei professionellen Kunden.....	97

VI. Erkundigungspflicht und Angemessenheitsprüfung bei sonstigen Finanzdienstleistungen gem. Art. 19 Abs. 5 MIFID	97
1. Erkundigungspflicht	98
2. Angemessenheitstest	99
a) Beurteilung der Angemessenheit	99
b) Unterscheidung zwischen Angemessenheits- und Geeignetheitstest	100
(a) Verwendung unterschiedlicher Begriffe	101
(b) Unterschiedliche vorausgehende Erkundigungspflichten	101
(c) Inhaltliche Unterscheidung	102
3. Warnpflicht bei Unangemessenheit	102
4. Warnpflicht bei mangelnden Angaben	103
VII. Die Aufzeichnungspflicht gem. Art. 19 Abs. 7 MIFID	103
VIII. Die Berichterstattungspflicht des Art. 19 Abs. 8 MIFID	105
1. Inhalt des Berichts	105
a) Inhalt des Berichts bzgl. der Ausführung von Aufträgen	105
b) Inhalt des Berichts im Fall des Portfolio-Managements	107
2. Zeitpunkt und Form der Berichterstattung	108
a) Bericht bzgl. der Ausführung von Aufträgen	108
b) Bericht im Fall des Portfolio-Managements	109
IX. Die Geltung der Wohlverhaltensregeln bei Execution-Only-Geschäften, Art. 19 Abs. 6 MIFID	109
1. Anwendungsbereich	110
2. Umfang der Ausnahmeregelungen für Execution-Only-Dienstleistungen	112
3. Voraussetzungen der Befreiung	113
a) Nicht-komplexe Finanzinstrumente	113
b) Auf Veranlassung des (potentiellen) Kunden	114
c) Warnung	115
d) Pflichten gem. Art. 18 MIFID	115
X. Die Geltung der Wohlverhaltensregeln bei der „Erbringung von Dienstleistungen über eine andere Wertpapierfirma“, Art. 20 MIFID	116
1. Die Art. 20 MIFID zugrundeliegende Fallkonstellation	116

a) Art. 20 MIFID richtet sich an die ausführende Firma	117
b) Dienstleistungserbringung durch die ausführende Firma	117
2. Der Wohlverhaltensdurchgriff des Art. 20 MIFID	119
3. Die Regelung des Art. 20 Abs. 1 MIFID	119
4. Die Regelung des Art. 20 Abs. 2 MIFID	120
5. Die Regelung des Art. 20 Abs. 3 MIFID	121
6. Erfüllung der Informationspflicht gem. Art. 19 Abs. 3 MIFID durch die ausführende Firma	122
7. Erfüllung der Berichterstattungspflicht gem. Art. 19 Abs. 8 MIFID durch die ausführende Firma	123
8. Erfüllung der Aufzeichnungspflicht gem. Art. 19 Abs. 7 MIFID durch die ausführende Firma	123
XI. Die Pflicht zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen gem. Art. 19 Abs. 1, Art. 21 MIFID	123
1. Anwendungsbereich	125
2. Bestimmung des bestmöglichen Ergebnisses	128
3. Information über die Grundsätze der Auftragsausführung	131
4. Überwachung der Ausführungspolitik	132
XII. Pflichten bei der Bearbeitung von Kundenaufträgen gem. Art. 19 Abs. 1, Art. 22 Abs. 1 MIFID	132
1. Anwendungsbereich	133
2. Allgemeine Grundlagen	134
3. Zusammenlegung und Verteilung von Aufträgen	135
 KAPITEL 3: DIE DEUTSCHEN WOHLVERHALTENSREGELN IM VERGLEICH	 138
A. Die Entwicklung der Wohlverhaltensregeln im deutschen Recht	138
I. Die Händler- und Beraterregeln der Börsensachverständigen- kommission	138
II. Zweites Finanzmarktförderungsgesetz	139
III. Umsetzungsgesetz zur Harmonisierungsrichtlinie	140

IV. Drittes Finanzmarktförderungsgesetz, Umsetzungsgesetz zur Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsrichtlinie, Viertes Finanzmarktförderungsgesetz und Finanzdienstleistungsaufsichts- gesetz	140
B. Inhalt der einzelnen Wohlverhaltensregeln im deutschen Recht	141
I. Anwendungsbereich	141
1. Wertpapierdienstleistungsunternehmen	142
a) Kreditinstitute	142
b) Finanzdienstleistungsinstitute	142
c) Unternehmen gem. § 53 Abs. 1 Satz 1 KWG	143
d) Gewerbsmäßiges oder vom Umfang her einen in kaufmän- nischer Weise eingerichteten Gewerbebetrieb erforderndes Handeln	143
e) Ausnahmen	145
f) Vergleich der Begriffe Wertpapierdienstleistungsunterneh- men und Wertpapierfirma	145
2. Unternehmen mit Sitz im Ausland	146
3. Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebdienst- leistungen	146
a) Die Bedeutung der Begriffe für die Anwendbarkeit der Wohlverhaltensregeln	146
b) Die Wertpapierdienstleistung	148
c) Die Wertpapiernebdienstleistung	149
d) Vergleich der Begriffe Wertpapierdienstleistung und Wert- papiernebdienstleistung im WpHG und in der MIFID	150
(a) Geltung der Wohlverhaltensregeln auch für reine Anlageberater	150
(b) Erlaubnispflicht für reine Anlageberater	151
4. Kunde	151
a) Der Kundenbegriff des WpHG	151
b) Vergleich der Kundenbegriffe in WpHG und MIFID	153
(a) Der potentielle Kunde	153

(b) Die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen über ein anderes Wertpapierdienstleistungsunternehmen bzw. auf Anweisung eines anderen Wertpapierdienstleistungsunternehmens	154
(c) Kundenkategorien	155
II. Die Interessenwahrungspflicht des § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	156
1. Allgemeines	156
2. Erbringung der Dienstleistung mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit, sowie recht und billig	157
a) Sachkenntnis	157
b) Sorgfalt	158
c) Gewissenhaftigkeit	158
d) Recht und billig	158
3. Erbringung der Dienstleistung im bestmöglichen Interesse des Kunden	159
a) Allgemeines	159
b) Einzelne Pflichten	160
(a) Bestmögliche Bedingungen der Ausführung	160
(b) Zeitnahe Ausführung	160
(c) Bündelung von Kundenaufträgen	161
(d) Ausführungsort	162
(e) Weiterleitung von Aufträgen	163
(f) Dokumentationspflichten	163
(g) Auftragsbestätigung und Geschäftsabrechnung	165
(h) Geschäftsbestätigung	166
(i) Vergütung	166
(j) Portfolio-Verwaltung	167
4. Vergleich zur MIFID	168
a) Kundengünstigste Ausführung von Aufträgen	168
b) Bearbeitung von Kundenaufträgen	170
(a) zeitnahe Ausführung	170
(b) Bündelung von Aufträgen	170
(c) Dokumentationspflichten	171

III. Vermeidung und Bewältigung von Interessenkonflikten gem.	
§ 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG	172
1. Allgemeines	172
2. Methoden der Vermeidung und Bewältigung von Interessen-	
konflikten	173
a) Aufklärung	173
(a) Eignung der Aufklärung zur Konfliktvermeidung und	
–bewältigung	173
(b) Pflicht zur Aufklärung	175
b) Organisation	175
c) Priorität	176
d) Gleichbehandlung	177
e) Abstandnahme	177
3. Einzelfälle	177
a) Interessenkonflikte zwischen Wertpapierdienstleistungs-	
unternehmen und Kunde	177
(a) Eigenhandel	177
(b) Vergütung	178
(c) Bonifikation	179
(d) Kurspflegeverpflichtung	180
b) Kunde und Kunde	180
4. Vergleich zur MIFID	182
a) Prioritätsgrundsatz	182
b) Bonifikationen	182
IV. Die Erkundigungspflicht gem. § 31 Abs. 2 Nr. 1 WpHG	183
1. Allgemeines	184
2. Angaben über Kenntnisse und Erfahrungen	185
3. Angaben über Anlageziele	185
4. Angaben über finanzielle Verhältnisse	186
5. Erforderlichkeitsgrundsatz	187
6. Freiwilligkeit der Angaben	188
7. Vergleich zur MIFID	189
V. Die Informationspflicht des § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG	190
1. Unterscheidung von Beratungs- und Informationspflicht	191

2. Zweckdienliche Informationen	192
a) Allgemeine Anforderungen an Informationen	192
b) Allgemeine Informationen	193
c) Instrumentbezogene Informationen	194
(a) Allgemeines	194
(b) Aufklärung zu Schuldverschreibungen	195
(c) Aufklärung zu Aktien	195
(d) Aufklärung zu Investmentanteilsscheinen	196
(e) Aufklärung zu Derivaten und Optionsscheinen	196
(f) Aufklärung zu sonstigen Anlageformen	197
(g) Aufklärung zu taggleichen Geschäften in demselben Wertpapier, Geldmarktinstrument oder Derivat	197
d) Objektbezogene Informationen	198
e) Zeitpunkt und Form der Informationserteilung	199
3. Erforderlichkeitsgrundsatz	200
4. Vergleich mit MIFID	201
a) Anforderungen an Informationen	201
b) Pflicht zur allgemeinen Information	202
c) Pflicht zur instrumentbezogenen Information	202
d) Pflicht zu objektbezogener Information	203
(a) Keine Pflicht zu objektbezogener Information aus Art. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 2 MIFID	203
(b) Keine Pflicht zu objektbezogener Information aus Art. 19 Abs. 1 MIFID	204
(c) Keine Pflicht zu objektbezogener Information aus Art. 19 Abs. 4 MIFID	204
(d) Keine Pflicht zu objektbezogener Information aus Art. 19 Abs. 5 MIFID	205
(e) Auswirkungen der Neuregelung auf den Anleger- schutz	206
e) Form, Zeitpunkt und Häufigkeit der Informationserteilung	206
(a) Form	206
(b) Zeitpunkt	207
(c) Häufigkeit	209

VI. Die Wohlverhaltensregeln bei Execution-Only-Dienstleistungen	
bzw. Discount-Broking	210
1. Allgemeines	210
2. Pflichteninhalt	211
a) Beratungsfreie Wertpapierdienstleistungen	211
b) Informationsfreie Wertpapierdienstleistungen	211
c) Eingeschränkte Erkundigungspflicht	213
d) Zusammenfassung	213
3. Vergleich mit MIFID	214
VII. Die Pflichten im Rahmen der Anlageberatung	215
1. Der Beratungsvertrag	215
2. Pflichteninhalt	216
3. Vergleich zur MIFID	217
a) Zustandekommen eines Anlageberatungsvertrages	217
b) Pflichten bei der Anlageberatung	219
VIII. Die besonderen Verhaltensregeln des § 32 WpHG	220
1. Verbote an Wertpapierdienstleistungsunternehmen und	
verbundene Unternehmen gem. § 32 Abs. 1 WpHG	220
a) Adressatenkreis	221
b) Die einzelnen Verbote	221
(a) Verbot nicht interessengerechter Empfehlungen	221
(b) Verbot preislenkender Empfehlungen	222
(c) Verbot nachteiliger Eigengeschäfte	223
2. Verbote an Inhaber, Geschäftsleiter und Angestellte gem. § 32	
Abs. 2 WpHG	225
a) Adressatenkreis	225
b) Die einzelnen Verbote	226
3. Verbote an Unternehmen mit Sitz im Ausland gem. § 32	
Abs. 3 WpHG	226
4. Vergleich zur MIFID	227
C. Rechtsnatur der Wohlverhaltensregeln und Rechtsfolgen bei	
Verstößen gegen die Wohlverhaltensregeln	228
I. Rechtsnatur der Wohlverhaltensregeln	228
1. Allgemeines	228

2. Die Abgrenzungstheorien	229
a) Interessentheorie	229
b) Subordinationstheorie	230
c) Modifizierte Subjektstheorie bzw. Sonderrechtstheorie	231
3. Sonstige Argumente	231
4. Ergebnis	233
5. Vergleich zur MIFID	234
II. Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Wohlverhaltensregeln	234
1. Aufsichtsrechtliche Rechtsfolgen	234
2. Zivilrechtliche Rechtsfolgen	236
a) Schadensersatzanspruch gem. § 280 Abs. 1 BGB	236
b) Schadensersatzanspruch gem. § 823 Abs. 2 BGB	237
c) Deliktische Verkehrspflichten	238
d) Berufshaftung	240
e) Nichtigkeit nach § 134 BGB	241
f) Ergebnis	242
3. Vergleich zur MIFID	242
SCHLUSSBETRACHTUNG	244
LITERATURVERZEICHNIS	247

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht	EG	Vertrag zur Gründung der europäischen Gemeinschaft
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften/ Union	Einl.	Einleitung
Abs.	Absatz	endg.	endgültig
AcP	Archiv für civilistische Praxis	EuGH	Gerichtshof der Europäischen Gemeinschaften
a.E.	am Ende	EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
AG	Die Aktiengesellschaft	EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
AJP/PJA ...	Aktuelle Juristische Praxis/ Pratique juridique actuelle	f.	folgende
All ER	All England law reports	ff.	fortfolgende
Art.	Artikel	FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
BAnz.	Bundesanzeiger	Fn.	Fußnote
BAWe	Bundesamt für den Wertpapierhandel	gem.	gemäß
BB	Betriebs-Berater – Zeitschrift für Recht und Wirtschaft	Hs.	Halbsatz
BGBI.	Bundesgesetzblatt	JZ	Juristenzeitung
BGH	Bundesgerichtshof	LG	Landgericht
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen	NJW	Neue Juristische Wochenschrift
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht	NLJ	New Law Journal
BT-Drs.	Bundestags-Drucksache	Nr.	Nummer
Buchst.	Buchstabe	OLG	Oberlandesgericht
Bull. EU ...	Bulletin der Europäischen Union	öBGBI.	österreichisches Bundesgesetzblatt
bzw.	beziehungsweise		
CESR	Committee of European Securities Regulators		
DStR	Deutsches Steuerrecht		

RGZEntscheidungen der
Reichsgerichte in
Zivilsachen

Rn.Randnummer

S.Seite

Slg.Sammlung der Rechtspre-
chung des Gerichtshofs der
Europäischen
Gemeinschaften

sog.sogenannte(r)

u.und

v.vom

VersRVersicherungsrecht

vgl.vergleiche

WMWertpapiermitteilungen:
Zeitschrift für Wirtschafts-
und Bankrecht

WpHGGesetz über den
Wertpapierhandel

WuBEntscheidungssammlung
zum Wirtschafts- und
Bankrecht

z.B.zum Beispiel

ZBBZeitschrift für Bankrecht und
Bankwirtschaft

ZEuPZeitschrift für Europäisches
Privatrecht

ZGRZeitschrift für
Unternehmens- und
Gesellschaftsrecht

ZHRZeitschrift für das gesamte
Handelsrecht und
Wirtschaftsrecht

Ziff.Ziffer

ZIPZeitschrift für
Wirtschaftsrecht und
Insolvenzpraxis

Einführung

Auf Grundlage des im Jahr 2000 von den europäischen Staats- und Regierungschefs beschlossenen Aktionsplans für Finanzdienstleistungen hat der europäische Gesetzgeber in den letzten Jahren das europäische Kapitalmarktrecht umfassend neu gestaltet. Allgemeines Ziel dieser Neugestaltung war die Schaffung eines optimalen Finanzbinnenmarktes. Hierzu sollte unter anderem ein gemeinsamer Rechtsrahmen für integrierte Wertpapier- und Derivatmärkte geschaffen werden, was in Form der Richtlinie 2004/39/EG (Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente) geschah.

Die Richtlinie 2004/39/EG trat im April 2004 in Kraft. Sie ersetzt die Richtlinie 93/22/EWG (Wertpapierdienstleistungsrichtlinie). Unter anderem regelt die Richtlinie 2004/39/EG den Bereich der Wohlverhaltensregeln gegenüber der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie umfassend neu. Während Art. 11 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie nur sehr allgemein gehaltene Vorschriften betreffend die Wohlverhaltensregeln aufstellte, finden sich nun in den Art. 19 ff. der Richtlinie 2004/39/EG sehr detaillierte Regelungen.

Im deutschen Recht sind von dieser Neuregelung der Wohlverhaltensregeln die §§ 31, 32 WpHG betroffen. Diese, im Jahr 1994 erlassenen Paragraphen, regeln die deutschen Wohlverhaltensregeln. Sie beruhen auf Art. 11 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie.

Die vorliegende Arbeit untersucht nun, welche Änderungen sich, insbesondere im Hinblick auf den Anlegerschutz, durch die Richtlinie 2004/39/EG für die derzeitigen deutschen Wohlverhaltensregeln ergeben werden.

Nachdem das erste Kapitel die Wohlverhaltensregeln in den Kontext des europäischen Kapitalmarktrechts einordnet, werden im zweiten Kapitel die neuen Wohlverhaltensregeln der Richtlinie 2004/39/EG ausführlich dargestellt. Im dritten Kapitel dann werden die derzeitigen deutschen Wohlverhaltensregeln der §§ 31, 32 WpHG dargestellt und mit den neuen Wohlverhaltensregeln der Richtlinie 2004/39/EG verglichen. Dabei wird auch darauf eingegangen, welche Auswirkungen die veranlassten Änderungen der

deutschen Wohlverhaltensregeln auf den Anlegerschutz haben, ob dieser sich durch die Neuregelung also verbessert oder verschlechtert.

Kapitel 1: Die Wohlverhaltensregeln im Kontext des europäischen Kapitalmarktrechts

A. Allgemeines

Das Kapitalmarktrecht ist ein vergleichsweise junges Rechtsgebiet. In den letzten dreißig Jahren hat dieses Rechtsgebiet durch die Globalisierung der nationalen Kapitalmärkte in der Praxis zunehmend an Bedeutung gewonnen. Trotzdem konnte sich das Kapitalmarktrecht in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraumes erst in den letzten zehn Jahren als eigenständiges Rechtsgebiet etablieren. Im Gegensatz hierzu haben Regulierungen des Kapitalmarktes in den angelsächsischen Kapitalmarktländern, insbesondere in den USA, eine lange Tradition, die sich seit den dreißiger Jahren des vorigen Jahrhunderts entwickelte.¹

Das Kapitalmarktrecht der Mitgliedstaaten der Europäischen Union ist in den letzten Jahren wie kein anderes Rechtsgebiet weitgehend harmonisiert worden. Nach dem erklärten Ziel des Rates der Europäischen Union soll die europäische Harmonisierung des bisherigen nationalen Kapitalmarktrechts bis zum Jahr 2005 weitest möglich abgeschlossen sein. Es soll ein europäischer Binnenmarkt für kapitalmarktbezogene Finanzdienstleistungen geschaffen werden, sodass von einem europäischen Kapitalmarkt gesprochen werden kann.²

B. Begriff und Regelungsbereiche des Kapitalmarktrechts

Kapitalmarktrecht kann umschrieben werden, als „die Gesamtheit der Gesetzesbestimmungen, Geschäftsbedingungen und anerkannten Standards, die die Organisation des Kapitalmarktes, die marktbezogenen Dienstleistungen der Banken sowie die marktbezogenen Verhaltenspflichten der Marktteilnehmer oder sonstiger Dritter regeln.“³

¹ Kümpel, Kapitalmarktrecht, Rn. 1

² Kümpel, Kapitalmarktrecht, Rn. 2

³ Kümpel, Kapitalmarktrecht, Rn. 14

Kapitalmarktrecht hat als Regelungsobjekte also drei Schwerpunkte:

Erstens gilt es, die rechtliche Organisation einzelner Marktsegmente des Kapitalmarktes zu schaffen und die rechtlichen Rahmenbedingungen für den dort stattfindenden Wertpapierhandel zu bestimmen.⁴ Hierzu dienen z.B. börsenrechtliche Vorschriften, die Zulassungsbedingungen für Handelsteilnehmer und Marktgegenstände festlegen.

Zweitens sind die kapitalmarktbezogenen Dienstleistungen rechtlich zu ordnen.⁵ Dazu gehören z.B. das Emissionsgeschäft und das Effektengeschäft der Banken.

Drittens regelt das Kapitalmarktrecht Verhaltensgebote und -verbote für Marktteilnehmer und Dritte.⁶ Hierunter fallen z.B. die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, also die Pflicht von Emittenten von Kapitalmarktpapieren zur Veröffentlichung erheblich kursrelevanter Tatsachen, die Insiderhandelsverbote, die gewisse Handlungen (z.B. Erwerb oder Verkauf) aufgrund noch nicht öffentlich bekannter, den Kurs des Insiderpapiers erheblich beeinflussender Informationen, verbieten, oder die Wohlverhaltensregeln, also die Verhaltenspflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die diese bei der Erbringung ihrer Wertpapierdienstleistungen einzuhalten haben.

C. Entwicklung eines Europäischen Kapitalmarktrechts

I. Der Segré-Bericht

Ausgangspunkt für die Entwicklung eines Europäischen Kapitalmarktrechts war der sog. Segré-Bericht⁷ von 1966.⁸

Bereits damals war deutlich geworden, dass die Errichtung eines europäischen Kapitalmarkts gegenüber den Fortschritten, die im Rahmen der Europäischen

⁴ Kümpel, Kapitalmarktrecht, Rn. 5

⁵ Kümpel, Kapitalmarktrecht, Rn. 6

⁶ Kümpel, Kapitalmarktrecht, Rn. 10 u. 13

⁷ Europäische Wirtschaftsgemeinschaft, Kommission, Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts – Bericht einer von der EWG-Kommission eingesetzten Sachverständigengruppe, Brüssel 1966 (nachfolgend: Segré-Bericht)

⁸ vgl. hierzu Elster, S. 4 ff.

Wirtschaftsgemeinschaft bei der Verwirklichung der Wirtschaftsunion auf den übrigen Gebieten erzielt worden waren, in Rückstand geraten war.⁹ Insbesondere erkannte man das Fehlen eines Europäischen Kapitalmarktes als Hemmnis für den weiteren Ausbau des Gemeinsamen Marktes. Aus diesem Grund setzte die Kommission eine Sachverständigengruppe unter dem Vorsitz Claudio Segrés ein, deren Aufgabe es sein sollte, die Strukturen und Probleme der Kapitalmärkte der Mitgliedstaaten zu analysieren und auf dieser Grundlage Empfehlungen für die Ausgestaltung und Schaffung eines Europäischen Kapitalmarktes zu entwickeln.¹⁰

Ausgangspunkt der Betrachtungen der Sachverständigengruppe war die entscheidende Funktion, die Kapitalmärkten als Systeme zur Sammlung und Verteilung von Mitteln zur Finanzierung von Investitionen im Rahmen einer Volkswirtschaft zukommt.¹¹ Eine europäischen Wirtschaftsordnung bedarf dementsprechend auch eines adäquaten Finanzierungssystems.¹² Der Aufbau eines solchen adäquaten Finanzierungssystems wurde als besonders dringlich erachtet, weil die nationalen Kapitalmärkte der meisten Mitgliedstaaten bereits zum Zeitpunkt der Untersuchung nicht mehr imstande waren, das mit der wirtschaftlichen Entwicklung einhergehende Wachstum der Kapitalnachfrage der Wirtschaft zu befriedigen.¹³ Zur Lösung dieses Missstandes hielt man die Schaffung eines Europäischen Kapitalmarkts für notwendig.

Die Sachverständigengruppe versprach sich von einem Europäischen Kapitalmarkt einen besseren Ausgleich von Angebot und Nachfrage aufgrund der Vergrößerung des Marktes. Die kleinen Märkten strukturell innewohnende Volatilität und geringere Liquidität würde so reduziert.¹⁴ Hierdurch würden potenzielle Geldanleger motiviert, ihr Geld auf diesem Markt anzulegen, so dass zusätzliche Mittelzuflüsse zu erwarten seien.¹⁵ Ein Europäischer Kapitalmarkt würde vielen kleinen und mittleren Unternehmen erst den

⁹ Segré-Bericht, S. 15, 39

¹⁰ Segré-Bericht, S. 11: Mandat der Sachverständigengruppe

¹¹ Segré-Bericht, S. 40

¹² Segré-Bericht, S. 39

¹³ Segré-Bericht, S. 39

¹⁴ Segré-Bericht, S. 42 ff.

¹⁵ Segré-Bericht, S. 41

Zugang zu ausländischem Kapital ermöglichen, wodurch Wettbewerbsverzerrungen abgebaut würden, die sich aus den regional unterschiedlichen Finanzierungsbedingungen ergäben. Die Finanzierungskosten für Unternehmen würden sinken.¹⁶

Die beste Möglichkeit zur Verwirklichung des Ziels eines binnenmarktvergleichbaren Europäischen Kapitalmarktes sah die Sachverständigengruppe in der Durchdringung der weiterhin fortbestehenden nationalen Kapitalmärkte. Hierzu sollte zum einen der Kapitalverkehr liberalisiert werden, zum anderen sollte eine Angleichung der rechtlichen Rahmenbedingungen in den einzelnen Mitgliedstaaten vorgenommen werden.¹⁷ Als besonders wichtige Angleichungsmaßnahme forderte man die Verbesserung der Publizität auf den Kapitalmärkten¹⁸, da diese wesentliche Voraussetzung für deren Funktionsfähigkeit sei. Anleger würden auf intransparenten Märkten nicht oder nur sehr zurückhaltend investieren. Vor allem im Hinblick auf ausländische Werte sei Publizität sehr wichtig, da der Zugang zu entsprechenden Informationen sehr schwierig sei. Des Weiteren hielt man die Harmonisierung der Zugangsbedingungen zum Europäischen Kapitalmarkt für unabdingbar, insbesondere sollten Vorschriften über die Beaufsichtigung und Tätigkeit der Finanzinstitute vereinheitlicht werden, um vergleichbare Wettbewerbsbedingungen auf dem Europäischen Kapitalmarkt herzustellen.¹⁹

II. Aktionsplan für Finanzdienstleistungen

1. Entstehung

Obwohl nach Veröffentlichung des Segré-Berichts einige Maßnahmen zur Errichtung eines Binnenmarktes für Finanzdienste in Angriff genommen wurden, und auch wesentliche Fortschritte erzielt werden konnten, blieben die Finanzmärkte der Gemeinschaft segmentiert. Daher nahm die EG-Kommission den Beginn der europäischen Währungsunion am 01.01.1999 zum Anlass, die

¹⁶ Segré-Bericht, S. 41

¹⁷ Segré-Bericht, S. 47 ff.

¹⁸ Segré-Bericht, S. 237 ff.

¹⁹ Segré-Bericht, S. 283 ff.

Ausstattung der Europäischen Gemeinschaft mit einem modernen Finanzsystem in Angriff zu nehmen.²⁰

Bereits im Juni 1998 hatte der Europäische Rat von Cardiff die Kommission aufgefordert, „einen Rahmen für Maßnahmen zur Verbesserung des Binnenmarkts für Finanzdienste vorzulegen“²¹. Daraufhin hatte die Kommission eine Mitteilung²² über eine Reihe von Bereichen veröffentlicht, in denen dringend Maßnahmen ergriffen werden sollten, um den vollen Nutzen aus der einheitlichen Währung zu ziehen und einen optimal funktionierenden europäischen Finanzmarkt sicherzustellen. Im Dezember 1998 hatte dann der Europäische Rat von Wien gefordert, ein konkretes und dringendes Arbeitsprogramm zu entwickeln.²³ Dem kam die Kommission mit ihrem Aktionsplan für Finanzdienstleistungen²⁴, den sie im Mai 1999 vorlegte, nach. Der Europäische Rat nahm diesen Plan auf seiner Lissabonner Tagung vom

²⁰ FSAP, ZBB 1999, 254 f.

²¹ Europäischer Rat (Cardiff), 15./16. Juni 1998, Schlussfolgerungen des Vorsitzes, Bull. EU 6-1998, Ziff. I.7.17.

²² KOM (1998) 625 vom 28.10.1998: „Finanzdienstleistungen: Abstecken eines Aktionsrahmens“, abrufbar unter www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/5_kapitalmarktrecht/100_aktionsplan_finanzdienstleistungen/ (Download vom 05.12.2005)

²³ Europäischer Rat (Wien), 11./12. Dezember 1998, Schlussfolgerungen des Vorsitzes, Bull. EU 12-1998, Ziff. I.5.51.

²⁴ Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (*Financial Services Action Plan*, nachfolgend: FSAP), KOM (1999) 232 endg. vom 11.05.1999, abgedruckt in ZBB 1999, 254 ff. oder abrufbar unter www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/5_kapitalmarktrecht/100_aktionsplan_finanzdienstleistungen/ (Download vom 05.12.2005). Der FSAP besteht aus den beiden Abschnitten „Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan“ und „Aktionsrahmen für Finanzdienstleistungen“.

23./24. März 2000 an²⁵, und auch beim Europäischen Parlament stieß er auf Zustimmung²⁶.

2. Inhalt

Inhaltlich werden im Aktionsplan drei strategische Ziele festgelegt, erstens ein einheitlicher EU-Firmenkundenmarkt, zweitens offene und sichere Privatkundenmärkte und drittens moderne Aufsichtsregeln und Überwachung. Als allgemeines Ziel werden umfassendere Voraussetzungen für einen optimalen Finanzbinnenmarkt angestrebt. Sodann werden die zur Erreichung der einzelnen Ziele erforderlichen Maßnahmen benannt und in drei Prioritätsstufen eingeteilt.²⁷ Bei der Erarbeitung der neuen Vorschriften sollen die folgenden drei Grundsätze beachtet werden: eine sektorübergreifende Sichtweise zur Vermeidung von Zielkonflikten, die Schaffung kurzer Entscheidungsprozesse unter Einbeziehung von Marktteilnehmern, Verbrauchern, Nutzern und Arbeitnehmern, sowie flexible Lösungen, die eine rasche Anpassung an veränderte Märkte erlauben.²⁸

Unter anderem sieht der Aktionsplan die Schaffung eines gemeinsamen Rechtsrahmens für integrierte Wertpapier- und Derivatmärkte vor.²⁹ Hierzu soll unter anderem eine weitreichende Überarbeitung der ISD erfolgen, als Grundlage für integrierte und effiziente Wertpapierdienstleistungsmärkte. Die Überarbeitung der ISD wird als Maßnahme der Prioritätsstufe 2 eingestuft, d.h. die Kommission betrachtet sie als wichtig für das Funktionieren des Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen.

²⁵ Europäischer Rat (Lissabon), 23./24. März 2000, Schlussfolgerungen des Vorsitzes, Bull. EU 3-2000, Ziff. I.10.21

²⁶ Entschließung des Europäischen Parlaments zu der Mitteilung der Kommission „Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan“ vom 13.04.2000, ABl. C 40 vom 07.02.2001, S. 453

²⁷ FSAP, ZBB 1999, 262 ff.

²⁸ FSAP, ZBB 1999, 261

²⁹ FSAP, ZBB 1999, 256 u. 263

III. Bericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der Europäischen Wertpapiermärkte

Am 17.07.2000 erteilte der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister ein Mandat für den „Ausschuss der Weisen“³⁰. Dieser Ausschuss, bestehend aus sechs anerkannten Experten unter dem Vorsitz von Alexandre Lamfalussy, ehemaliger Präsident des Europäischen Währungsinstituts, dem Vorläufer der Europäischen Zentralbank, sollte einen Bericht über die europäischen Wertpapiermärkte erstellen.

1. Der Zwischenbericht

Am 09.11.2000 legte der Ausschuss der Weisen einen Zwischenbericht³¹ vor, in dem er ausführte, dass die Europäische Union zur Nutzung der Vorteile eines integrierten europäischen Kapitalmarktes über ein Regulierungssystem verfügen müsse, das effizienter und flexibler arbeite und umfassender sei³². Das derzeitige System sei zu langsam (die durchschnittlich benötigten drei Jahre für die Einigung über eine Richtlinie seien nicht akzeptabel im Hinblick auf die sich schnell ändernden Bedingungen), zu starr (es gebe keinen schnellen Mechanismus, um Richtlinien an neue Marktentwicklungen anzupassen), enthalte zu viele Zweideutigkeiten, die zu einer uneinheitlichen Umsetzung führten und stütze sich übermäßig auf das Primärrecht bei der Festlegung detaillierter Vorschriften.³³

2. Der Schlussbericht

³⁰ Rat der Europäischen Union, Mandat für den Ausschuss der Weisen vom 17.07.2000, Rats-Dok. 10491/00; hierzu *Meyer*, WM 2000, 2573

³¹ Erster Bericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte vom 09.11.2000 (nachfolgend: Zwischenbericht), abrufbar unter www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/5_kapitalmarktrecht/110_lamfalussy_prozess (Download vom 05.12.2005).; vgl. *Meyer*, WM 2000, 2573

³² Zwischenbericht, S. 19

³³ Zwischenbericht, S. 19 - 21

Konsequenterweise empfahl der Ausschuss daher in seinem Schlussbericht vom 15.02.2001, dem sogenannten Lamfalussy-Bericht³⁴, ein neues Vier-Stufen-Konzept³⁵ zur Reform des Rechtsetzungsverfahrens.

Das Europäische Parlament begrüßte den Lamfalussy-Bericht zwar grundsätzlich, machte aber auch etliche kritische Bemerkungen. Insbesondere hielt es seine eigenen Mitwirkungsmöglichkeiten für zu gering.³⁶

In seiner Sitzung in Stockholm am 23./24.03.2001 beschloss der Europäische Rat auf der Basis des Lamfalussy-Berichtes die vom ECOFIN entworfene „Entschließung über eine wirksamere Regulierung der Wertpapiermärkte der Europäischen Union“.³⁷

Das Vier-Stufen-Konzept sieht folgenden Rechtssetzungsprozess vor:

a) Erste Stufe: Erlass eines Basisrechtsaktes

Auf der ersten Stufe des vom Ausschuss empfohlenen Vier-Stufen-Konzepts nimmt die Kommission nach umfassenden Konsultationen einen förmlichen Vorschlag für eine Richtlinie oder eine Verordnung an. Daraufhin erfolgt, regelmäßig im Mitentscheidungsverfahren des Art. 251 EG, der Erlass eines Basisrechtsaktes. In dieser Basisrichtlinie oder -verordnung werden zum einen die Grundsätze festgelegt, zum anderen die Befugnisse zum Erlass von Detailregelungen.

b) Zweite Stufe: Erlass von Detailregelungen

³⁴ Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte vom 15.02.2001 (nachfolgend: Lamfalussy-Bericht), abrufbar unter www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/

5_kapitalmarktrecht/110_lamfalussy_prozess/ (Download vom 05.12.2005).

³⁵ ein Überblick über das Vier-Stufen-Konzept findet sich auf S. 10 des Lamfalussy-Berichts

³⁶ Entschließung des Europäischen Parlaments zum Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte vom 15.03.2001, ABl. C 343 vom 05.12.2001, S. 265; vgl. Meyer, WM 2001, 926, 927; von Kopp-Colomb/ Lenz, AG 2002, 24, 26

³⁷ ABl. C 138 vom 11.05.2001, S. 1; vgl. Kopp-Colomb/ Lenz, AG 2002, 24, 26

Auf der zweiten Stufe werden die im Basisrechtsakt vorgesehenen Detailregelungen als technische Durchführungsmaßnahmen erlassen.

Nach Anhörung des EU-Wertpapierausschusses (European Securities Committee = ESC)³⁸ holt die Kommission den Rat des Ausschusses der EU-Wertpapierregulierungsbehörden (Committee of European Securities Regulators = CESR)³⁹ ein, um mit der Ausarbeitung der technischen Durchführungsmaßnahmen zu beginnen. CESR arbeitet seine Ratschläge in Konsultationen mit Marktteilnehmern, Endnutzern und Verbrauchern aus und legt sie der Kommission vor. Daraufhin prüft die Kommission die Ratschläge und unterbreitet dem EU-Wertpapierausschuss einen Vorschlag. Über diesen stimmt der EU-Wertpapierausschuss innerhalb von höchstens drei Monaten ab. Die Kommission nimmt die Maßnahme dann an. Im Laufe dieses Prozesses wird das Europäische Parlament fortlaufend unterrichtet, um die Einhaltung der Durchführungsbefugnisse überprüfen zu können und gegebenenfalls einschreiten zu können.

c) Dritte Stufe: Gewährleistung der einheitlichen Umsetzung und Anwendung

Auf der dritten Stufe soll die einheitliche Umsetzung und Anwendung der auf Stufe 1 und 2 erlassenen Rechtsakte gewährleistet werden. Hierzu arbeitet CESR gemeinsame Empfehlungen zu Auslegungsfragen, schlüssige Leitlinien und gemeinsame Standards in nicht von EU-Rechtsvorschriften erfassten Bereichen sowie ein Peer Review-Verfahren aus, und vergleicht die Praxis der Regulierungsbehörden.

d) Vierte Stufe: Durchsetzung des Gemeinschaftsrechts

³⁸ Beschluss der Kommission 2001/528/EG vom 06.06.2001 zur Einsetzung des Europäischen Wertpapierausschusses, ABl. L 191 vom 13.07.2001, S. 45

³⁹ Beschluss der Kommission 2001/527/EG vom 06.06.2001 zur Einsetzung des Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden, ABl. C 191 vom 13.07.2001, S. 43

Auf der vierten Stufe überprüft die Kommission die Einhaltung der EU-Rechtsvorschriften durch die Mitgliedstaaten, so dass sie gegebenenfalls rechtliche Schritte einleiten kann.

3. Rechtlicher Hintergrund des neuen Rechtsetzungsverfahrens

Das Vier-Stufen-Konzept des Lamfalussy-Berichts kommt ohne eine Änderung des EG-Vertrags aus. In der Sache handelt es sich um die Übertragung des sogenannten Komitologieverfahrens auf die Gesetzgebung im Bereich des Wertpapierhandels.⁴⁰ Bislang wurde das Komitologieverfahren hauptsächlich im Bereich der Gentechnik, der Arzneimittelzulassung oder in der Agrar- und Fischereipolitik angewandt.⁴¹

Rechtsakte zur Schaffung eines Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen sind aufgrund von Art. 95 EG gemäß dem Mitentscheidungsverfahren des Art. 251 EG zu erlassen. Nach dem Vier-Stufen-Konzept gilt dies auch weiterhin für den Erlass der Basisrechtsakte auf der ersten Stufe.

Die Ermächtigung zur Einräumung von Durchführungsbefugnissen an die Kommission, die in Art. 211 Spiegelstrich 4 EG angesprochen werden, findet sich in Art. 202 Spiegelstrich 3 EG.⁴² Hiernach kann der Rat der Kommission die Befugnisse zur Durchführung der Vorschriften, die er erlässt, übertragen. Um dennoch nicht die Kontrolle über die Implementierung und die Durchsetzung der Basisrechtsakte zu verlieren, wurden verschiedene Ausschussverfahren eingerichtet, die eine Rückbindung der Kommission an den Rat sichern.⁴³ Dieses Delegationsverfahren inklusive der Rückbindung regelt nun der sog. zweite Komitologie-Beschluss aus dem Jahr 1999⁴⁴, der den

⁴⁰ Streinz/ Ohler, WM 2004, 1309

⁴¹ Mensching, EuZW 2000, 268

⁴² Seitz, BKR 2002, 340, 341

⁴³ Mensching, EuZW 2000, 268

⁴⁴ Beschluss des Rates 1999/468/EG vom 28.06.1999 zur Festlegung der Modalitäten für die Ausübung der der Kommission übertragenen Durchführungsbefugnisse, ABl. L 184 vom 17.07.1999, S. 23

ersten Komitologie-Beschluss aus dem Jahr 1987⁴⁵ ersetzt. Nach dem Vier-Stufen-Konzept erfolgt der Erlass von Durchführungsmaßnahmen gem. dem Regelungsverfahren⁴⁶ des Art. 5 Zweiter Komitologie-Beschluss.

IV. Stand des europäischen Kapitalmarktrechts heute - MIFID

Heute ist die Entwicklung eines integrierten europäischen Finanzmarktes zwar noch nicht abgeschlossen, aber doch sehr weit fortgeschritten.

Bereits der Erlass der Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie)⁴⁷ im Jahr 2003 stellte einen wichtigen Schritt in diese Richtung dar. Mit umfassenden Regelungen zum Verbot von Insider-Geschäften und Marktmanipulation, sowie mit einer Neuregelung der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, wollte die Marktmissbrauchsrichtlinie einheitliche Regelungen für die Bekämpfung von Marktmissbrauch in Europa aufstellen, um so die Integrität der europäischen Finanzmärkte zu sichern und das Vertrauen der Anleger in die europäischen Finanzmärkte zu stärken.

Mit dem Erlass der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MIFID⁴⁸) ist nun das Kernstück⁴⁹ zur Vollendung des Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen vollbracht. Die MIFID stellt den Basisrechtsakt der ersten Stufe des Vier-Stufen-Konzepts dar.

⁴⁵ Beschluss des Rates 1987/373/EWG vom 13.07.1987 zur Festlegung der Modalitäten für die Ausübung der der Kommission übertragenen Durchführungsbefugnisse, ABl. L 197 vom 18.07.1987, S. 33

⁴⁶ zum Regelungsverfahren vgl. *Streinz*, Rn. 461

⁴⁷ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.01.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. L 96 vom 12.04.2003, S. 16

⁴⁸ die Abkürzung „MIFID“ steht für *Markets In Financial Instruments Directive*, den englischen Titel der Richtlinie

⁴⁹ *Seitz*, BKR 2002, 340, 346; *Balzer*, ZBB 2003, 177, 178; *Maurenbrecher*, AJP/PJA 2005, 19, 20; die Kommission spricht vom „Eckpfeiler für einen harmonisierten Wertpapiermarkt“, vgl. Mitteilung der Kommission zur Aktualisierung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, KOM (2000) 729 endg.

1. Verfahrensgang

Nach mehrjährigen Konsultationen legte die Kommission am 19.11.2002 den „Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte und zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates“⁵⁰ (nachfolgend: Richtlinienvorschlag) vor.

Bereits im November 2000 hatte der Reformprozess begonnen, als die Kommission in den beiden Mitteilungen „Anwendung der Wohlverhaltensregeln gemäss Art. 11 der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie“⁵¹ und „Aktualisierung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie“⁵² den Reformbedarf feststellte und eine Konsultationsrunde bis Ende März 2001 einleitete. Im Juli 2001 war daraufhin ein Konsultationspapier⁵³ veröffentlicht worden, in dem die eingegangenen Vorschläge und Anregungen zusammengefasst und erläutert waren. Nach Stellungnahmen zu diesem Papier wurden dann im März 2002 überarbeitete Leitlinien für eine neue Wertpapierdienstleistungsrichtlinie⁵⁴ veröffentlicht. Nach einer letzten Konsultationsrunde bis Ende Mai 2002, legte die EG-Kommission sodann oben genannten Richtlinienvorschlag vor.

⁵⁰ KOM (2002) 625 endg. vom 19.11.2002, ABl. C 71 vom 25.03.2003, S. 62

⁵¹ KOM (2000) 722 endg. vom 14.11.2000, abrufbar unter www.europa.eu.int/eur-lex/de/com/pdf/2000/com2000_0722de01.pdf (Download vom 21.06.2005)

⁵² KOM (2000) 729 endg. vom 15.11.2000, abrufbar unter www.europa.eu.int/eur-lex/de/com/pdf/2000/com2000_0729de01.pdf (Download vom 21.06.2005)

⁵³ Arbeitsdokument der Dienststellen der Generaldirektion Binnenmarkt vom 24.07.2001: Überblick über die vorgeschlagenen Anpassungen der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie, abrufbar unter www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/isd (Download vom 21.06.2005) ; hierzu *Hammes*, ZBB 2001, 498 ff.

⁵⁴ Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EWG) – Zweite Konsultation: Zusammenfassendes Arbeitspapier vom 25.03.2002, abrufbar unter www.europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/isd/2nd-overview-paper_de.pdf (Download vom 21.06.2005)

Dieser Richtlinienentwurf führte letztendlich zur „Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 21.04.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates“⁵⁵.

Die MIFID wurde im Mitentscheidungsverfahren gem. Art. 251 EG erlassen. Nach Stellungnahme der EZB vom 12.06.2003⁵⁶ und Stellungnahme des EWSA vom 18.06.2003⁵⁷ erfolgte am 25.09.2003 nach erster Lesung die Billigung des Europäischen Parlamentes mit Änderungen⁵⁸. Am 08.12.2003 wurde ein gemeinsamer Standpunkt des Rates⁵⁹ festgelegt, der vom Europäischen Parlament in zweiter Lesung am 30.03.2004 wiederum mit Änderungen gebilligt wurde. Am 21.04.2004 erfolgte die Unterzeichnung des definitiven Richtlinienentwurfes durch das Europäische Parlament und den Rat.

Am 30.04.2004 wurde die MIFID im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht und trat damit gem. Art. 72 MIFID an diesem Tag in Kraft.

2. Gründe für die Überarbeitung der ISD

Verschiedene Regulierungsdefizite der ISD waren der Grund, warum eine grundlegende Überarbeitung notwendig wurde.

Ein Regulierungsdefizit der ISD liegt darin, dass sie nicht auf regulatorische und wettbewerbsrechtliche Fragen eingeht, die sich ergeben, wenn Börsen untereinander und mit neuen Auftragsausführungsplattformen in Wettbewerb treten.⁶⁰ Seit dem Erlass der ISD im Jahr 1993 haben sich die strukturellen Rahmenbedingungen geändert⁶¹. Ausgehend von den USA kamen vermehrt

⁵⁵ ABl. L 145 vom 30.04.2004, S. 1 ff.

⁵⁶ ABl. C 144 vom 20.06.2003, S. 6

⁵⁷ ABl. C 220 vom 16.09.2003, S. 1

⁵⁸ ABl. C 77 E vom 26.03.2004, S. 329

⁵⁹ ABl. C 60 E vom 09.03.2004, S. 1

⁶⁰ Begründung zum Richtlinienentwurf (Fn. 48), I.3. (4)

⁶¹ Balzer, ZBB 2003, 177, 178

alternative (börsenähnliche) Wertpapierhandelsplattformen auf, andererseits waren Konzentrationstendenzen im Börsensektor⁶² zu beobachten.

Ein weiteres Regulierungsdefizit der ISD liegt im Bereich des Anlegerschutzes.⁶³ Die veralteten Regelungen berücksichtigen nicht die neuen Handelsmöglichkeiten, Geschäftsmodelle und Marktpraktiken, sowie deren Risiken.⁶⁴ Außerdem umfasst die ISD nicht das gesamte Dienstleistungsangebot für Anleger und nicht den gesamten Finanzhandel.⁶⁵

Das im Hinblick auf die hier interessierenden Wohlverhaltensregeln entscheidende Regulierungsdefizit der ISD ist darin zu sehen, dass im grenzübergreifenden Geschäft der Wertpapierfirmen eine mehrseitige Überwachung der Wertpapierfirmen erfolgte.⁶⁶ Nach der ISD oblag die Kontrolle der Wohlverhaltensregeln im grenzübergreifenden Geschäft nicht den Aufsichtsbehörden des Herkunftslandes, denen die Überwachung der Einhaltung der Zulassungs- und Aufsichtsregeln oblag, sondern den Aufsichtsbehörden des Gastlandes, Art. 11 Abs. 2 ISD. Dies hatte auf Grund der unterschiedlichen nationalen Regelungen zur Folge, dass Wertpapierdienstleistungsunternehmen schon vor der jüngsten EU-Erweiterung bei ihren Kundenkontakten bis zu 15 verschiedene nationale Wohlverhaltens-Regimes zu beachten hatten.⁶⁷ Mit der neuen Richtlinie, die dem Konzept der Mindestharmonisierung weitgehend den Rücken kehrt, wird es den

⁶² vgl. z.B. den Zusammenschluss der Börsen Paris, Amsterdam und Brüssel zur Euronext oder die zwar gescheiterte, aber geplante, Fusion der Deutschen Börse AG mit dem London Stock Exchange zur international Exchange

⁶³ Balzer, ZBB 2003, 177, 178

⁶⁴ Begründung zum Richtlinienvorschlag (Fn. 48), I.3. (2)

⁶⁵ Begründung zum Richtlinienvorschlag (Fn. 48), I.3. (3)

⁶⁶ Begründung zum Richtlinienvorschlag (Fn. 48), I.3. (1); ferner Köndgen, Rules of Conduct: Further Harmonisation?, S. 119 u. 125; Tison, Conduct of Business Rules, S. 86 ff.; Welch, The Sophisticated Investor and the ISD, S. 103

⁶⁷ Maurenbrecher, AJP/PJA 2005, 19, 22; eingehend hierzu Y. Avgerinos, Regulating and Supervising Investment Services in the European Union, S. 126 f.; vgl. auch Wymeersch, Implementation of the ISD and CAD, S. 36; Tison, Conduct of Business Rules, S. 81, 89

Mitgliedstaaten verwehrt sein, im Regelungsbereich der Richtlinie strengere Anforderungen zu stellen.⁶⁸

3. Inhaltlicher Überblick

Inhaltlich setzt die MIFID folgende Schwerpunkte:

a) Schaffung eines Rechtsrahmens für verschiedene Arten von Auftragsausführungssystemen

(a) Geregelte Märkte

In der ISD waren eine begrenzte Reihe von Rechtsmerkmalen für geregelte Märkte festgeschrieben. Diese wurden jedoch als nicht ausreichend erachtet, um eine gemeinsame Grundlage für die Regulierung/ Überwachung der wichtigsten EU-Finanzplätze zu bilden.⁶⁹

In Art. 36 ff. MIFID finden sich daher detaillierte Anforderungen an geregelte Märkte, betreffend ihre Zulassung (Art. 36 MIFID), die Anforderungen an die Betreiber des geregelten Marktes (Art. 37 MIFID) bzw. an Personen mit wesentlichem Einfluss (Art. 38 MIFID), außerdem organisatorische Anforderungen (Art. 39 MIFID), Vorgaben für die Zulassung von Instrumenten zum Handel (Art. 40, 41 MIFID) und Regelungen für die Offenlegung von Kursen und Geschäftsabschlüssen, sog. Pre-Trade-Transparenz (Art. 44 MIFID) und Post-Trade-Transparenz (Art. 45 MIFID).

(b) Multilaterale Handelssysteme (Multilateral Trading Facilities = MTF)

MTF sind nach der Definition des Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 MIFID multilaterale Systeme, die die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach nichtdiskretionären Regeln zum Vertragsschluss zusammenführen.

⁶⁸ Maurenbrecher, AJP/PJA 2005, 19, 25

⁶⁹ Begründung zum Richtlinienentwurf (Fn. 48), II.3

Der Betrieb von MTF birgt verschiedene Risiken, z.B. der Fragmentierung der Liquidität, was infolge mangelnder Liquidität eines Handelssystems dazu führen kann, dass der Preisbildungsprozess nicht mehr die Marktlage widerspiegelt.⁷⁰ Auch birgt eine unzureichende Überwachung des Handelsgeschehens das Risiko von Markt- und Preismanipulationen.⁷¹ Des Weiteren können verschiedene Interessenskonflikte auftreten.

Um den oben genannten Risiken zu begegnen, stellt der Betrieb eines MTF nun eine Wertpapierdienstleistung gem. Anhang I Abschnitt A Nr. 8 MIFID dar. Damit wird die Genehmigung zum Betrieb eines MTF nicht als börsenähnliche Einrichtung erteilt, sondern als Wertpapierdienstleistung in die Bewilligung der Wertpapierfirma aufgenommen.⁷² Den Betrieb eines MTF unterstellt die MIFID umfassenden regulatorischen Vorgaben, die sich weitgehend an die Vorgaben für geregelte Märkte anlehnen.⁷³ Gem. Art. 14 MIFID unterliegen MTF den organisatorischen Anforderungen des Art. 13 MIFID. Außerdem unterliegen MTF ebenso Verpflichtungen zur Pre-Trade-Transparenz (Art. 29 MIFID) und zur Post-Trade-Transparenz (Art. 30 MIFID).

(c) Internalisierung

Internalisierung wird definiert, als die Ausführung von Kundenaufträgen außerhalb eines geregelten Marktes oder eines MTF, bei der das Wertpapierhaus zur Erfüllung einer (Kauf-)Order des Kunden auf die entsprechende (Verkaufs-)Order eines anderen Kunden oder den eigenen Bestand zurückgreift.⁷⁴

Die Internalisierung wird aus zwei Hauptgründen als problematisch und damit regelungsbedürftig angesehen. Einerseits eröffnet sie ein zusätzliches Potential für Interessenskonflikte, wenn Kundenaufträge mit Eigenhandelspositionen

⁷⁰ *Spindler*, WM 2002, 1325, 1328

⁷¹ *Spindler*, WM 2002, 1325, 1329

⁷² *Maurenbrecher*, AJP/PJA 2005, 19, 34

⁷³ *Balzer*, ZBB 2003, 177, 181

⁷⁴ vgl. *Hammen*, WM 2002, 2129; *Theissen*, Kredit und Kapital Bd. 35 (2002), 550;

Begründung zum Richtlinienentwurf (Fn. 48), II.5

zusammengeführt werden, andererseits tritt ein Transparenzverlust für den Anleger ein, was den Prozess der Preisbildung betrifft.⁷⁵

Aus diesen Gründen gelten nach der MIFID verschiedene Regelungen für die Internalisierung. So unterliegen auch Internalisierer der Pflicht zur Pre-Trade-Transparenz (Art. 27 MIFID) und zur Post-Trade-Transparenz (Art. 28 MIFID). Internalisierung bedarf gem. Art. 21 Abs. 3 MIFID der vorherigen Zustimmung des Kunden und Internalisierer sind sowohl zur Vermeidung von Interessenskonflikten (Art. 18 MIFID) , als auch zur bestmöglichen Auftragsausführung (Art. 21 MIFID) verpflichtet.

b) Ausweitung des Geltungsbereichs der Richtlinie

Der Geltungsbereich der MIFID ist im Vergleich zur ISD deutlich erweitert worden, sowohl hinsichtlich der regulierten Tätigkeiten, als auch hinsichtlich der erfassten Produkte.

So stellt die Anlageberatung nun eine Hauptdienstleistung dar, Anhang I Abschnitt A Nr. 5 MIFID. Nach Abschnitt C Nr. 6 des Anhangs zur ISD war die Anlageberatung lediglich eine Nebendienstleistung. Damit unterliegen diejenigen, die Anlageberatung erbringen, ob als juristische oder natürliche Person, den Rechten und Pflichten der MIFID.⁷⁶

Als Nebendienstleistung neu aufgenommen wurde die Finanzanalyse in Anhang I Abschnitt B Nr. 5 MIFID. Hierfür gelten nun ebenfalls die allgemeinen Interessenskonfliktregeln, Informationspflichten und sonstigen Anlegerschutzbestimmungen der MIFID.⁷⁷

In den Kreis der Finanzinstrumente wurden die Warenderivate neu aufgenommen, Anhang I Abschnitt C Nr. 5 – 7 MIFID. Dies soll zum einen Wertpapierfirmen ermöglichen, den europäischen Pass bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen zu nutzen, die Warenderivate zum Gegenstand

⁷⁵ vgl. Begründung zum Richtlinienentwurf (Fn. 48), II.5; *Liersch*, WM 2003, 473 ff.; *Milbert*, Arbeitspapiere 2003, S. 10 ff.

⁷⁶ vgl. Begründung zum Richtlinienentwurf (Fn. 48), IV.1; *Maurenbrecher*, AJP/PJA 2005, 19, 27; *Balzer*, ZBB 2003, 177, 184 f.

⁷⁷ vgl. Begründung zum Richtlinienentwurf (Fn. 48), IV.2; *Maurenbrecher*, AJP/PJA 2005, 19, 27; *Balzer*, ZBB 2003, 177, 185

haben, zum anderen sollen spezialisierte Wareterminhändler von den Rechten und Pflichten der MIFID erfasst werden und die geregelten Märkte in die Lage versetzt werden, den geordneten Handel mit diesen Instrumenten zu fördern.⁷⁸

c) Regelungen zum Anlegerschutz

Um die Schwachstellen der ISD im Bereich des Anlegerschutzes zu beseitigen, modernisiert und stärkt die MIFID die Rechte und Pflichten der Wertpapierfirmen:

So wird die Einhaltung einer angemessenen Kapitalausstattung in Art. 12, 16 MIFID verlangt, die Vorgaben zur Behandlung von Interessenskonflikten in Art. 18 MIFID konkretisiert, sowie die Vorschriften über die Ausführung von Kundenaufträgen gem. Art. 21 (best-execution) und 22 MIFID.

Den Schwerpunkt bildet die Neuregelung der Wohlverhaltensregeln in Art. 19 MIFID, die später ausführlich erörtert wird. Im Gegensatz zu Art. 11 ISD, der nur rudimentäre Grundsätze für Wohlverhaltensregeln enthielt, finden sich in Art. 19 MIFID sehr detaillierte Regelungen hierzu.

d) Weitere Reformpunkte

(a) Bekämpfung des Marktmissbrauchs

Zur Bekämpfung des Marktmissbrauchs enthält die MIFID verschiedene Regelungen, wie Art. 13 Abs. 2 MIFID, wonach die Wertpapierfirmen zur Verhinderung von Insider-Trading ausreichende organisatorische Vorkehrungen zu treffen haben. Des Weiteren sind geregelte Märkte und MTF gem. Art. 26 und 43 MIFID verpflichtet, Vorkehrungen zu treffen, um Marktmissbräuche aufzudecken und den zuständigen Behörden zu melden. Gem. Art. 25 Abs. 1 MIFID haben die Aufsichtsbehörden sicherzustellen, dass die Wertpapierfirmen ehrlich, fair und professionell handeln und somit die Integrität des Marktes fördern.

⁷⁸ vgl. Begründung zum Richtlinienvorschlag (Fn. 48), IV.3; *Balzer*, ZBB 2003, 177, 186

(b) Clearing und Abrechnung

Trotz der entscheidenden Bedeutung von effizienten Clearing- und Abrechnungsverfahren für Wertpapiergeschäfte für das ordnungsgemäße Funktionieren der Wertpapiermärkte, verzichtet die Richtlinie aufgrund der politischen und technischen Komplexität darauf, einen harmonisierten Rahmen für die Zulassung, laufende Beaufsichtigung und gegenseitige Anerkennung von Unternehmen, die Clearing und Abrechnungstätigkeiten ausführen, zu schaffen.⁷⁹ Sie beschränkt sich darauf, in Art. 34 Abs. 1 und Art. 46 MIFID den diskriminierungsfreien Zugang ausländischer Wertpapierfirmen und geregelter Märkte zu inländischen zentralen Gegenparteien, Clearing- und Abrechnungssystemen festzuschreiben.⁸⁰ Außerdem soll jeder Teilnehmer eines geregelten Marktes ein Recht auf Wahl des Abrechnungssystems haben, vorausgesetzt, es bestehen die entsprechenden Verbindungen und Vereinbarungen, Art. 34 Abs. 2 MIFID.

(c) Stellung und Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden

Im Gegensatz zur ISD wurden die Vorschriften über die zuständigen Behörden und die Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden umfassend überarbeitet.⁸¹

Zur Erleichterung der Zusammenarbeit der zuständigen Aufsichtsbehörden der verschiedenen Mitgliedstaaten, müssen die Mitgliedstaaten nun gem. Art. 48 MIFID die zuständigen Behörden benennen. Zur Gewährleistung einer möglichst gleichwertigen Durchsetzung der Vorschriften in den Mitgliedstaaten wurden die Befugnisse der zuständigen Behörden, Art. 50 MIFID, und die Verwaltungssanktionen, Art. 51 MIFID, harmonisiert. Des Weiteren wurden die Vorschriften über den Informationsaustausch, Art. 58

⁷⁹ Begründung zum Richtlinienvorschlag (Fn. 48), V.1

⁸⁰ vgl. Erwägungsgrund 48 zur MIFID

⁸¹ vgl. Begründung zum Richtlinienvorschlag (Fn. 48), V.2

MIFID, aktualisiert und die Pflichten zur Amtshilfe und Zusammenarbeit verstärkt, Art. 56 ff. MIFID.

Kapitel 2: Die Wohlverhaltensregeln nach europäischem Recht

A. Rechtshistorische Entwicklung auf europäischer Ebene

I. Empfehlungen betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen

Auf europäischer Ebene begann die Geschichte der Wohlverhaltensregeln am 25.07.1977 mit dem Erlass der „Empfehlungen betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen“⁸² durch die Kommission der Europäischen Gemeinschaft.

Inhaltlich stellten diese unverbindlichen Empfehlungen „Allgemeine Grundsätze“ und „Ergänzende Grundsätze“ auf.

Nach den allgemeinen Grundsätzen sollten die Anleger zuverlässige, zutreffende, klare, ausreichende und rechtzeitige Informationen ohne Bevorzugung einer Personengruppe erhalten⁸³, alle Anleger sollten gleich behandelt werden, Interessenskonflikte jeder Art sollten vermieden werden und nicht vermeidbare Interessenskonflikte sollten gelöst werden, ohne einen persönlichen Vorteil zu ziehen und ohne Schaden für den Geschäftspartner.⁸⁴

Die ergänzenden Grundsätze forderten die bestmögliche Ausführung von Kundenaufträgen⁸⁵, sowie die Geheimhaltung von Kundeninformationen, untersagten das Vor- bzw. Mitlaufen, sowie das Churning und den Versuch, Wertpapierpreise mit betrügerischen Mitteln zu beeinflussen^{86 87}.

⁸² Nr. 77/354/EWG; ABl. EG Nr. L 212/37 v. 20.08.1977

⁸³ Empfehlungen betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen, Allgemeine Grundsätze Nr. 2; vgl. *Bliesener*, S. 9

⁸⁴ Empfehlungen betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen, Allgemeine Grundsätze Nr. 5 und 6; vgl. *Koller*, in: Assmann/Schneider, Vor § 31 WpHG, Rn. 1

⁸⁵ Empfehlungen betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen, Ergänzende Grundsätze Nr. 4

⁸⁶ Empfehlungen betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen, Ergänzende Grundsätze Nr. 5 und 7

⁸⁷ *Koller*, in: Assmann/Schneider, Vor § 31 WpHG, Rn. 2

II. Die Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften über Wertpapierdienstleistungen vom 10.05.1993⁸⁸ (ISD)

1. Erster Vorschlag für eine Richtlinie betreffend das öffentliche Anbieten von Dienstleistungen im Bereich der Vermögensanlage

Nachdem diese Empfehlungen weitgehend unbeachtet blieben⁸⁹, unterbreitete die EU-Kommission im März 1987 einen Vorschlag für eine Richtlinie betreffend das öffentliche Anbieten von Dienstleistungen im Bereich der Vermögensanlage⁹⁰. Dieser erste Vorschlag enthielt in seinem Art. 5 eine Ermächtigung für die zuständigen Behörden zum Erlass von Wohlverhaltensregeln.⁹¹

2. Zweiter Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über Wertpapierdienstleistungen

Nach erheblicher Überarbeitung kam es im Januar 1989 zu einem wesentlich geänderten Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über Wertpapierdienstleistungen.⁹² Dieser Richtlinienentwurf vom Januar 1989 enthielt im Gegensatz zum Vorschlag vom März 1987 nur Organisationsvorschriften, wie sie letztendlich in Art. 10 ISD enthalten sind. Wohlverhaltensregeln wie sie letztlich in Art. 11 ISD festgeschrieben wurden, enthielt der zweite Vorschlag nicht. Begründet wurde das Fehlen von Wohlverhaltensregeln damit, dass insoweit erhebliche Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten bestünden und den Interessen der Anleger bis zu einer

⁸⁸ Richtlinie 1993/22/EWG, ABl. Nr. L 141 vom 11.06.1993; dazu: *Grottke*, EuZW 1993, 440 ff.; *Jentsch*, WM 1993, 2189 ff.

⁸⁹ *Jentsch*, WM 1993, 2189, 2190; *Schäfer*, in: Schäfer, Vor § 31 WpHG, Rn. 1; *Schwark*, in: Schwark, Vor § 31 WpHG, Rn. 2

⁹⁰ EG-Dok. XXV/73/87

⁹¹ *Schäfer*, in: Schäfer, Vor § 31 WpHG, Rn. 1

⁹² Vorschlag 89/C 43/10 für eine Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen vom 3.1.1989; ABl. EG Nr. C 43/7 vom 22.02.1989

weiteren Harmonisierung am besten dadurch Rechnung getragen werde, dass die Regeln des Landes anzuwenden seien, in dem das Wertpapierunternehmen tätig werde.⁹³ Der Wirtschafts- und Sozialausschuss monierte in seiner Stellungnahme das Fehlen von verbindlichen Verhaltensregeln.⁹⁴ Die Kommission berücksichtigte diese Anregung des Wirtschafts- und Sozialausschusses in ihrem geänderten Vorschlag⁹⁵ nicht, und auch das Europäische Parlament nahm hierzu weder in der ersten Lesung (1989)⁹⁶ noch in der zweiten Lesung (1993)⁹⁷ offiziell Stellung. Einige Mitgliedstaaten waren jedoch der Meinung, dass in dem Vorschlag vom Januar 1989 der Anlegerschutz nicht ausreichend berücksichtigt sei.⁹⁸ Daher wurde in der Sitzung des ECOFIN-Rates am 29.6.1992 die Aufnahme von Wohlverhaltensregeln beschlossen.

3. Gemeinsamer Standpunkt des Rates im Hinblick auf den Erlass einer Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen

In dem gemeinsamen Standpunkt des Rates vom 21.12.1992 im Hinblick auf den Erlass einer Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen⁹⁹ wurde die Aufnahme von Wohlverhaltensregeln endgültig festgelegt.¹⁰⁰

Am 10.05.1993 wurde sodann die ISD verabschiedet, die in Art. 11 die Wohlverhaltensregeln festlegt.

⁹³ *Bliesener*, S. 10; *Koller*, in: Assmann/ Schneider, Vor § 31 WpHG, Rn. 3

⁹⁴ Stellungnahme 89/C 298/03 zu dem Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über Wertpapierdienstleistungen vom 27.9.1989; ABl. EG Nr. C 298/6 vom 27.11.1989, S. 14

⁹⁵ Geänderter Vorschlag 90/C 42/06 für eine Richtlinie des Rates über Wertpapierdienstleistungen vom 8.2.1990, ABl. EG Nr. C 42/7 vom 22.2.1990

⁹⁶ Sitzung vom 25.10.1989, ABl. EG Nr. C 304/39 vom 4.12.1989

⁹⁷ Sitzung vom 8.3.1993, ABl. EG Nr. C 115/18 vom 26.4.1993

⁹⁸ *Cruickshank*, S. 131

⁹⁹ Gemeinsamer Standpunkt des Rates vom 21.12.1992 im Hinblick auf den Erlass einer Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen, Dok. 10465/1/92, REV 1 ADD 1, EF 66

¹⁰⁰ vgl. *Bliesener*, S. 11

III. MIFID

Die ISD, und damit auch die Wohlverhaltensregeln des Art. 11 ISD, werden durch die MIFID aufgehoben. Die neuen Regelungen der MIFID müssen spätestens zum 31.01.2007 in Kraft treten und spätestens zum 01.11.2007 Anwendung finden.¹⁰¹

Während Art. 11 der ISD nur rudimentäre Grundsätze der Sorgfalts-, Treue-, und Informationspflichten der Wertpapierfirmen statuierte, womit den einzelnen Mitgliedstaaten ein weiter legislatorischer Spielraum blieb, enthält die MIFID sehr detaillierte Regelungen in ihren Art. 19, 21 und 22 Abs. 1.

B. Wichtiges zu den Wohlverhaltensregeln der MIFID

I. Zweck der Wohlverhaltensregeln

Die MIFID im Ganzen verfolgt im Rahmen des übergeordneten Zieles der Schaffung eines Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen zwei Ziele: den Anlegerschutz und den Funktionsschutz der Kapitalmärkte.¹⁰² Diese beiden Ziele stehen gleichwertig, aber nicht unabhängig nebeneinander, sie sind miteinander verbunden.¹⁰³ Durch Anlegerschutz soll das Vertrauen der Anleger in das ordnungsgemäße Funktionieren der Wertpapiermärkte gewonnen bzw. erhalten werden, denn dieses Vertrauen der Anleger ist eine Voraussetzung für

¹⁰¹ Ursprünglich hatten Art. 69 und 70 Abs. 1 MIFID die Aufhebung der ISD, sowie die Umsetzung der MIFID zum 30.04.2006 vorgesehen. Nachdem sich jedoch Schwierigkeiten bei der Einhaltung dieser Umsetzungsfrist andeuteten, legte die Kommission einen Vorschlag für eine Richtlinie des europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente in Bezug auf bestimmte Fristen, KOM (2005) 253 endgültig, vor, der eine Verlängerung der Umsetzungsfrist bis 30.10.2006 vorsah, sowie eine Anwendungsfrist bis 01.05.2007. Dieser Vorschlag wurde nun in geänderter Fassung (A6 – 0334/2005) gebilligt.

¹⁰² vgl. z.B. Erwägungsgründe 2, 31, 44 und 71 MIFID

¹⁰³ Elster, S. 216; Tison, Conduct of Business Rules, S. 74 f.

die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte und damit für höchstmögliche Kapitalmarkteffizienz.¹⁰⁴ „Funktionenschutz des Kapitalmarkts und der Individualschutz der Anleger sind zwei Seiten derselben Medaille. Wer das eine betreibt, betreibt zugleich das andere.“¹⁰⁵ Ohne Vertrauen der Anleger käme es zu Marktabwanderungen, was letztlich zu Marktversagen führen würde.¹⁰⁶

Die drei Ziele der MIFID spiegeln sich in den Wohlverhaltensregeln wie folgt wieder:

1. Anlegerschutz

Vorrangiger Zweck der Wohlverhaltensregeln ist der (individuelle) Anlegerschutz. Dies zeigen sowohl die systematische Stellung¹⁰⁷ der Wohlverhaltensregeln in der MIFID, als auch die Erwägungsgründe¹⁰⁸ und die Materialien¹⁰⁹ zur MIFID.

Anlegerschutz ist die Antwort des Rechts auf zwei kapitalmarktrechtliche Kardinalprobleme, das scharfe Informationsgefälle zwischen den Marktgeenseiten und die mannigfaltigen Interessenkonflikte in der

¹⁰⁴ *Schwark*, in: Schwark, vor § 31 WpHG, Rn. 5; *Koller*, in: Assmann/ Schneider, Vor § 31 WpHG, Rn. 8 ff.; *Schäfer*, in: Schäfer, Vor § 31 WpHG, Rn. 7; *Assmann*, in: Assmann/ Schütze, § 1 Rn. 63; *Köndgen*, Rules of Conduct, S. 115; Bericht des BT-Finanzausschusses, BT-Drs. 12/7918, S. 97;

¹⁰⁵ *Hopt*, ZHR 159 (1995), 159

¹⁰⁶ *Lang*, S. 47; *Assmann*, in: Assmann/ Schütze, § 1 Rn. 63

¹⁰⁷ Art. 19 MIFID, der die Wohlverhaltensregeln normiert, steht im Abschnitt „Bestimmungen zum Anlegerschutz“.

¹⁰⁸ Der zu Art. 19 MIFID einschlägige Erwägungsgrund 31 lautet: „Ein Ziel dieser Richtlinie ist der Anlegerschutz. Die Vorkehrungen zum Schutz der Anleger sollten den Eigenheiten jeder Anlegerkategorie (Kleinanleger, professionelle Kunden, Gegenparteien) angepasst werden.“

¹⁰⁹ So heißt es z.B. in der Begründung zum Richtlinienvorschlag KOM (2002) 625 endg., III.3: „Wohlverhaltensregeln zählen zu den wichtigsten Säulen des Anlegerschutzes.“

vielgliedrigen Kette der Marktintermediäre.¹¹⁰ Führt man sich die Situation eines Kapitalanlegers vor Augen, so wird dies klar. Ein Anleger hat selbst keinen Zugang zum Kapitalmarkt, sondern ist hierfür auf die Einschaltung einer Wertpapierfirma angewiesen.¹¹¹ Schon allein daraus folgt für den Anleger ein gewisses Maß an Abhängigkeit. Er ist darauf angewiesen, dass die Wertpapierfirma seine Interessen wahrt, und zwar besonders dann, wenn sich Interessenskonflikte auftun. Hierzu dient die Interessenwahrungspflicht, die Teil der Wohlverhaltensregeln ist. Verstärkt wird die Abhängigkeit des Anlegers in den meisten Fällen noch dadurch, dass das Wertpapierunternehmen ihm informatorisch überlegen ist. Zur Ausgleichung dieser Informationsasymmetrie¹¹² enthalten die Wohlverhaltensregeln Informationspflichten. Dem Anleger soll ermöglicht werden, eine eigene Anlageentscheidung auf informierter Grundlage zu treffen.¹¹³ Eine Bevormundung des Anlegers ist nicht gewünscht.¹¹⁴

Nicht klar ist, ob die MIFID den Schutz rational agierender Anleger bezweckt, oder ob bei der Anwendung der Wohlverhaltensregeln zu berücksichtigen ist, dass das Verhalten der meisten Anleger eher durch Einstellungen und Emotionen geformt ist. Der rational agierende Anleger, der sog. homo oeconomicus, handelt vernünftig und überlegt, ihm mangelt es nur an den nötigen Informationen und Einwirkungsmöglichkeiten. Allerdings hat das Modell des homo oeconomicus mit der Realität nicht viel gemein.

Die MIFID hat nicht das Bild des einen Anlegers vor sich, der ein bestimmtes Schutzbedürfnis hat, sondern erkennt verschiedene Kategorien von Anlegern

¹¹⁰ *Fleischer*, NJW –Beilage 23/2002, 37, 38

¹¹¹ vgl. *Elster*, S. 216

¹¹² Dieser Begriff der Informationsasymmetrie ist ein im Schrifttum häufig verwendetes Schlagwort zur Beschreibung des strukturellen Ungleichgewichts zwischen dem Anlageberater bzw. -vermittler einerseits und dem Anleger andererseits. Vgl. *Berger*, ZBB 2001, 238, 239; *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, § 1 Rn. 63; siehe auch Titel der Habilitationsschrift von *Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht.

¹¹³ Art. 19 Abs. 3 MIFID

¹¹⁴ *Koller*, in: *Assmann/Schneider*, Vor § 31 WpHG, Rn. 11, 15; *Schwark*, in: *Schwark*, vor § 31 WpHG, Rn. 4 a.E.

an, die jeweils ein unterschiedlich hohes Maß an Schutz benötigen. Dies entspricht auch der Realität, denn „den“ Anleger gibt es nicht. Die heterogene Struktur der Anlegerschaft verlangt nach einem differenzierten Anlegerschutz.¹¹⁵ So unterscheidet die MIFID zwischen Kleinanlegern, professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien. Während die zu erlassenden Durchführungsmaßnahmen bei der detaillierten Ausgestaltung der Wohlverhaltensregeln zwischen Kleinanlegern und professionellen Kunden zu unterscheiden haben (Art. 19 Abs. 10 c MIFID), normiert Art. 24 MIFID, dass die Wohlverhaltensregeln bei Geschäften mit geeigneten Gegenparteien grundsätzlich keine Anwendung finden. Damit bezwecken die Wohlverhaltensregeln einen abgestuften und zumindest teilweise individualisierten Anlegerschutz. Der Schutz innerhalb der jeweiligen Kategorie orientiert sich dann aber nicht an jedem einzelnen Anleger und dessen individuellen Schwächen, sondern an den üblichen Schwächen eines Anlegers dieser Kategorie.¹¹⁶ So wird sich der Schutz des professionellen Anlegers eher am Bild des homo oeconomicus orientieren, während beim Kleinanleger zu berücksichtigen ist, dass er auf Reize eher impulsiv reagiert und die Realität selektiv wahrnimmt. Eine Bevormundung des Kleinanlegers ist aber nicht beabsichtigt. Nach Art. 19 Abs. 3 MIFID ist ein Anleger zu informieren, um auf informierter Grundlage eine Anlageentscheidung treffen zu können. Die Entscheidung verbleibt also beim Anleger. Auch ist der Anleger bei ungeeigneten Anlagen lediglich zu warnen. Die Wertpapierfirma muss nicht die Erbringung der Dienstleistung ablehnen.

2. Funktionsschutz der Kapitalmärkte

Im Rahmen des zweiten Zieles der MIFID, dem Funktionsschutz der Kapitalmärkte, kommt den Wohlverhaltensregeln eine indirekte Bedeutung zu.

¹¹⁵ *Fleischer*, NJW-Beilage 23/2002, 37, 38

¹¹⁶ Dies ergibt sich daraus, dass die MIFID eine gewisse Standardisierung zulässt, z.B. erlaubt Art. 19 Abs. 3 MIFID, die geforderten Informationen in standardisierter Form zur Verfügung zu stellen, oder nach Art. 19 Abs. 5 MIFID können die Wertpapierfirmen in standardisierter Form vor ungeeigneten Anlagen warnen. Standardisierung bedeutet jedoch immer eine gewisse Verallgemeinerung.

Der Funktionsschutzgedanke lässt sich zur Konkretisierung in drei eng miteinander verbundene Aspekte unterteilen: institutionelle, alloкатive und operationale Funktionsfähigkeit.

Die institutionelle Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte zu gewährleisten heißt, diejenigen Rahmenbedingungen zu schaffen, die dafür sorgen, dass Kapital gebildet wird und dass Einkommen nicht sofort in den Konsum fließt oder anderen Zwecken zugeführt wird.¹¹⁷ Hierfür ist es notwendig, dass Anleger, die selbst weder Einblick noch Zugang zu den Wertpapiermärkten haben und deshalb auf Wertpapierfirmen angewiesen sind, Vertrauen in den Kapitalmarkt haben.¹¹⁸ Anlegervertrauen setzt aber Anlegerschutz voraus. Nur derjenige Anleger hat Vertrauen in den Kapitalmarkt, der von einer fairen Behandlung durch die Wertpapierfirmen ausgehen kann.¹¹⁹

Zur Sicherung der alloкатiven Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte sind die Randbedingungen dafür zu schaffen, dass das Kapital dorthin fließt, wo es am dringendsten und erfolgversprechendsten benötigt wird.¹²⁰ Anleger suchen naturgemäß erfolgversprechende Anlagen. Um beurteilen zu können, welche Anlagen erfolgversprechend sind, benötigen die Anleger Informationen. Diese Informationen, die dem Anleger eine Entscheidung auf informierter Grundlage ermöglichen, hat der Anleger meist nicht. Aus diesem Grund enthalten die

¹¹⁷ *Koller*, in: Assmann/ Schneider, Vor § 31 WpHG, Rn. 9; vgl. auch *Assmann*, in: Großkommentar AktG, Einl., Rn. 360

¹¹⁸ *Elster*, S. 216

¹¹⁹ Der EuGH hat das Zusammenwirken von Wohlverhaltensregeln und Funktionsfähigkeit in seinem Urteil vom 10.05.1995 („Alpine-Investments“, WM 1995, 1908 = EuZW 1995, 404) folgendermaßen beschrieben: „Zunächst ist darauf hinzuweisen, dass die Finanzmärkte eine bedeutende Rolle bei der Kapitalbeschaffung für die Wirtschaftsteilnehmer spielen und dass ihr ordnungsgemäßes Funktionieren angesichts der spekulativen Natur und der Komplexität der Waretermingeschäfte von dem Vertrauen abhängt, das sie bei den Kapitalanlegern genießen. Dieses Vertrauen hängt insbesondere davon ab, dass Berufsregelungen bestehen, die die Sachkunde und Zuverlässigkeit der Finanzvermittler, auf die die Kapitalanleger besonders angewiesen sind, gewährleisten sollen.“

¹²⁰ *Assmann*, in: Großkommentar AktG, Einl., Rn. 358; *Koller*, in: Assmann/ Schneider, Vor § 31 WpHG, Rn. 10; *Bliesener*, S. 43

Wohlverhaltensregeln solche Informationspflichten¹²¹, denn die Wertpapierfirmen sind meist im Besitz der notwendigen Informationen, oder können sich diese jedenfalls leichter besorgen.

Letztlich geht es um die operationale Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte, d.h. um die Minimierung derjenigen Kosten, die das Funktionieren der Kapitalmärkte unnötig hemmen und auf diese Weise die Wettbewerbsfähigkeit des Gutes „Kapital“ beeinträchtigen.¹²² In diesem Bereich kommt den Wohlverhaltensregeln keine direkte Funktion zu. Jedoch ist ein Bezug insofern gegeben, als die Wohlverhaltensregeln, deren Erfüllung durch die Wertpapierfirmen mit Kosten verbunden ist, so anzuwenden sind, dass die operationale Funktionsfähigkeit gewährleistet bleibt.¹²³

3. Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen

Auf dem Weg zur Schaffung eines Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen kommt auch der Harmonisierung der Wohlverhaltensregeln eine bedeutende Aufgabe zu. Es stellt für Wertpapierfirmen eine wesentliche Erleichterung im grenzüberschreitenden Geschäft dar, wenn sie nicht wie bisher, je nachdem wo sie gerade tätig sind, unterschiedliche Wohlverhaltensregeln zu beachten haben, sondern, egal wo in der EU sie tätig sind, die gleichen Bestimmungen gelten.

II. Rechtsangleichungsintensität

In Bezug auf die Rechtsangleichungsintensität können sich Richtlinien mit einer Mindestharmonisierung begnügen, aber auch eine Maximalharmonisierung vorsehen.¹²⁴

¹²¹ Elster, S. 216 f.

¹²² Bliesener, S. 44 f.; Koller, in: Assmann/ Schneider, Vor § 31 WpHG, Rn. 9; Assmann, in: Großkommentar AktG, Einl., Rn. 359

¹²³ Schulte-Frohlinde, S. 53; Elster, S. 216

¹²⁴ Mülbert, WM 2001, 2085, 2093; eingehend zur Rechtsangleichung durch Richtlinien Taschner, S. 775 f., der sagt, es widerspreche dem Wesen der Rechtsangleichung, die in einer Richtlinie vorgesehene Regelung auf Mindestnormen

Die Rechtsangleichungsintensität einer Richtlinie bestimmt aus der Sicht der mitgliedstaatlichen Rechtsordnung den dem Mitgliedstaat verbleibenden Regelungsspielraum. Bei einer Mindestharmonisierung werden durch die jeweilige Richtlinie nur Mindeststandards festgelegt, jeder Mitgliedstaat kann darüber hinaus strengere Vorschriften erlassen. Ihm verbleibt somit ein weiterer Regelungsspielraum. Bei der Maximalharmonisierung dagegen ist es den Mitgliedstaaten verboten, strengere Vorschriften zu erlassen.

Die Regelung der Wohlverhaltensregeln durch Art. 11 ISD folgte dem Prinzip der Mindestharmonisierung. Die Richtlinienvorgabe gestattete strengere nationale Vorschriften¹²⁵ nicht nur für rein inländische Sachverhalte, sondern auch für grenzüberschreitende Sachverhalte.¹²⁶

Im Gegensatz hierzu ist bzgl. der Wohlverhaltensregeln der MIFID eine weitestgehende Maximalharmonisierung vorgesehen, was sich aus folgenden Gesichtspunkten ergibt:

1. Verbot zusätzlicher Anforderungen aus Art. 31 Abs. 1 Unterabsatz 2 MIFID

Art. 31 Abs. 1 Unterabsatz 2 MIFID:

„Die Mitgliedstaaten erlegen diesen Wertpapierfirmen oder Kreditinstituten in den von der vorliegenden Richtlinie erfassten Bereichen keine zusätzlichen Anforderungen auf.“

Der Ausdruck „*diesen Wertpapierfirmen oder Kreditinstituten*“ bezieht sich auf Art. 31 Abs. 1 Unterabsatz 1 MIFID und umfasst dementsprechend jede Wertpapierfirma, die von den zuständigen Behörden eines anderen Mitgliedstaats im Einklang mit dieser Richtlinie und bei Kreditinstituten im Einklang mit der Richtlinie 2000/12/EG zugelassen ist und beaufsichtigt wird.

zu beschränken. Durch unterschiedlich strenge Regelungen in den Mitgliedstaaten könne keine Chancengleichheit der Unternehmen aller Mitgliedstaaten auf dem Gemeinsamen Markt erreicht werden.

¹²⁵ Vgl. Art. 11 Abs. 1 Satz 2 Halbsatz 1 ISD, wonach die jeweiligen Wohlverhaltensregeln *zumindest* die Beachtung der nachstehenden Grundsätze gewährleisten müssen.

¹²⁶ vgl. Mülbart, WM 2001, 2085, 2093 f.

Unter die „*von der vorliegende Richtlinie umfassten Bereiche*“ fällt auch der in Art. 19 ff. MIFID geregelte Bereich der Wohlverhaltensregeln.

Damit verbietet Art 31 Abs. 1 Unterabsatz 2 MIFID einem Mitgliedstaat ausdrücklich, einer Wertpapierfirma, die in einem anderen Mitgliedstaat niedergelassen ist, bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen strengere Wohlverhaltensregeln aufzuerlegen, als in den Art. 19 ff. MIFID gefordert.¹²⁷

2. Verbot zusätzlicher Anforderungen aus Art. 32 Abs. 1 Unterabsatz 2 MIFID

Art. 32 Abs. 1 Unterabsatz 2 MIFID:

„Mit Ausnahme der nach Absatz 7 zulässigen Auflagen sehen die Mitgliedstaaten keine zusätzlichen Anforderungen an die Errichtung und den Betrieb einer Zweigniederlassung in den von dieser Richtlinie erfassten Bereichen vor.“

Die Wohlverhaltensregeln sind Vorschriften, die den Betrieb einer Wertpapierfirma bzw. einer Zweigniederlassung betreffen.¹²⁸

Die in Art. 32 Abs. 1 Unterabsatz 2 MIFID angesprochenen *nach Absatz 7 zulässigen Auflagen* erlauben nicht strengere Wohlverhaltensregeln. Art. 32 Abs. 7 MIFID regelt in Unterabsatz 1, dass der Mitgliedstaat, in dem sich die Zweigniederlassung befindet, verantwortlich ist, für die Einhaltung der Art. 19, 21, 22, u.a. MIFID, sowie der im Einklang damit erlassenen Maßnahmen durch die Zweigniederlassung. Die *im Einklang damit erlassenen Maßnahmen* bezieht sich auf die gem. Art. 19 Abs. 10, Art. 21 Abs. 6, Art. 22 Abs. 3 MIFID u.a. von der Kommission zu erlassenden Durchführungsmaßnahmen. Unterabsatz 2 gibt dem Mitgliedstaat das Recht, die von der Zweigniederlassung getroffenen Vorkehrungen zu überprüfen und Änderungen zu verlangen, die zwingend notwendig sind, um die Einhaltung der

¹²⁷ vgl. Mülbart, Arbeitspapiere 2005, S. 18 f.

¹²⁸ Die Wohlverhaltensregeln sind in Titel II, Kapitel II geregelt. Dieses Kapitel trägt die Überschrift „Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit von Wertpapierfirmen“. Somit betreffen die Wohlverhaltensregeln den Betrieb einer Wertpapierfirma bzw. Zweigniederlassung.

Verpflichtungen gem. den Art. 19, 21, 22, u.a. MIFID, sowie der im Einklang damit erlassenen Maßnahmen in Bezug auf Dienstleistungen der Zweigniederlassung auf ihrem Hoheitsgebiet zu überwachen. Damit darf ein Mitgliedstaat gem. Art. 32 Abs. 1 Unterabsatz 2 i.V.m. Abs. 7 MIFID für Zweigniederlassungen nur solche zusätzlichen Auflagen vorsehen, die zwingend notwendig sind, um die Einhaltung der Wohlverhaltensregeln u.a. überwachen zu können. Zusätzliche Auflagen bzgl. der Wohlverhaltensregeln selbst erlaubt Art. 32 Abs. 1 Unterabsatz 2 i.V.m. Abs. 7 MIFID nicht.¹²⁹

3. Ergebnis

Im Ergebnis dürfen die Mitgliedstaaten also für Wertpapierfirmen aus anderen Mitgliedstaaten, ob diese nun grenzüberschreitend oder über eine deutsche Zweigniederlassung tätig werden, keine über die MIFID hinausgehenden Wohlverhaltensregeln festschreiben.¹³⁰ Dies ist ihnen lediglich bzgl. ihrer eigenen Wertpapierfirmen erlaubt (Inländerdiskriminierung), wobei nicht davon auszugehen ist, dass ein Mitgliedstaat hiervon Gebrauch macht. Somit erstrebt die MIFID maximale Harmonisierung in Bezug auf die Wohlverhaltensregeln.¹³¹

III. Erlass von Durchführungsmaßnahmen

¹²⁹ vgl. *Mülbert*, Arbeitspapiere 2005, S. 19

¹³⁰ vgl. *Mülbert*, Arbeitspapiere 2005, S. 20; Eine andere Ansicht vertrat zumindest ursprünglich CESR in Bezug auf Art. 19 Abs. 3 MIFID, CESR/04-261b, Explanatory text zu Art. 19 Abs. 3 MIFID, Abs. 7. Diese Aussage findet sich jedoch in dem abschließenden Dokument CESR/05-024c, Explanatory text zu Art. 19 Abs. 3 MIFID nicht wieder.

¹³¹ vgl. *Maurenbrecher*, AJP/PJA 2005, 19, 25, Fn. 54; Vgl. auch den Monatsbericht der deutschen Bundesbank vom Juli 2004, S. 36, worin die Ansicht vertreten wird, dass die detaillierten Regelungen der MIFID in Zusammenhang mit den weitreichenden Ermächtigungen zu Durchführungsmaßnahmen annähernd zu einer Vollharmonisierung führen werden.

Was die Wohlverhaltensregeln betrifft, so ist die Kommission gem. Art. 19 Abs. 10, Art. 21 Abs. 6 und Art. 22 Abs. 3 MIFID zum Erlass von Durchführungsmaßnahmen ermächtigt. Diese Durchführungsmaßnahmen stellen Detailregelungen zum Basisrechtsakt i.S.d. zweiten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens dar.

1. Verfahrensgang

Die Durchführungsmaßnahmen sind gem. Art. 19 Abs. 10, Art. 21 Abs. 6 und Art. 22 Abs. 3 MIFID nach dem in Art. 64 Abs. 2 MIFID genannten Verfahren zu erlassen. Art. 64 Abs. 2 MIFID verweist auf Art. 5, 7 und 8 des Beschlusses 1999/468/EG (= zweiter Komitologiebeschluss).

Dementsprechend hat die Kommission am 20.01.2004 und am 25.06.2004 CESR offiziell um Rat für technische Durchführungsmaßnahmen gebeten.¹³²

Nach umfangreichen Konsultationen¹³³ hat CESR zwei Dokumente vorgelegt, die Vorschläge zu den unter Art. 19 Abs. 10, Art. 21 Abs. 6 und Art. 22 Abs. 3 MIFID zu erlassenden Durchführungsmaßnahmen enthalten. Zum einen CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, 1st Set of Mandates, vom Januar 2005 (CESR/05-024c¹³⁴), zum anderen CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in

¹³² Am 20.01.2004 veröffentlichte die Kommission den ersten Teil ihrer Anfrage an CESR, den „Request for technical Advice on Possible Implementing Measures concerning the Future Directive on Financial Instruments Markets – first set of mandates“, am 25.06.2004 folgte der zweite Teil, der „Request for technical Advice on Possible Implementing Measures concerning the Future Directive on Financial Instruments Markets – second set of mandates“.

¹³³ Eine umfassende Beschreibung des Gangs des Konsultationsverfahrens findet sich unter CESR/05-024c, S. 3 f. und CESR/05-290b, S. 3 f..

¹³⁴ im Internet abrufbar unter www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/5_kapitalmarktrecht/080_maerkte_fuer_finanzinstrumente_ril/ -> Nr. 1e

Financial Instruments, 1st Set of Mandates where the Deadline was extended and 2nd Set of Mandates, vom April 2005 (CESR/05-290b¹³⁵).

Die Kommission hat diese Ratschläge geprüft und nach diversen Vorarbeiten¹³⁶ nun einen offiziellen Entwurf für eine Durchführungsrichtlinie¹³⁷ an das Europäische Parlament und an den Europäischen Wertpapierausschuss übermittelt. Es ist damit zu rechnen, dass diese Durchführungsrichtlinie im Sommer 2006 von der Kommission angenommen werden wird.¹³⁸

2. Ziel und Harmonisierungsgrad

Die Durchführungsmaßnahmen sollen gem. Erwägungsgrund 5 DurchRiLiV ein einheitlichen Niveaus beim Anlegerschutz durch Einführung klarer Standards und Vorschriften in Bezug auf die Beziehung zwischen der Wertpapierfirma und ihren Kunden sicherstellen. Andererseits soll bezüglich

¹³⁵ im Internet abrufbar unter www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/5_kapitalmarktrecht/080_maerkte_fuer_finanzinstrumente_ril/ -> Nr. 1e

¹³⁶ Die Kommission veröffentlichte hierzu ein Arbeitspapier, Working Document ESC/23/2005, Draft Commission Working Document on conduct of business rules, best execution, client order handling rules, eligible counterparties, clarification of the definition of investment advice and financial instruments vom 7.07.05 (im Internet abrufbar unter www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/5_kapitalmarktrecht/080_maerkte_fuer_finanzinstrumente_ril/ -> Nr. 1d), das zweimal überarbeitet wurde (erste Überarbeitung: Working Dokument ESC/23/2005 – REV1 - Corrected Version 9.9.05; zweite Überarbeitung: Working Dokument ESC/23/2005 – rev 2; beide Dokumente sind im Internet abrufbar unter www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/5_kapitalmarktrecht/080_maerkte_fuer_finanzinstrumente_ril/ -> Nr. 1d).

¹³⁷ Entwurf - Richtlinie der Kommission zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie bestimmte Begriffsdefinitionen für die Zwecke der genannten Richtlinie, 6.02.06 ENTWURF (nachfolgend: Durchführungsrichtlinienvorschlag = DurchRiLiV)

¹³⁸ vgl. Pressemitteilung IP/06/121 vom 6. Februar 2006

des Anlegerschutzes und insbesondere bezüglich der Erteilung von Informationen an die Anleger oder des Verlangens von Informationen von den Anlegern die Natur des (potentiellen) Kunden als Kleinanleger oder professioneller Kunde berücksichtigt werden.

Was den Harmonisierungsgrad der Durchführungsmaßnahmen betrifft, so stellt sie ein höchst harmonisiertes Rechtssystem auf. Dies entspricht dem Ziel des Erlasses von Durchführungsmaßnahmen, eine einheitliche Anwendung der Vorschriften sicherzustellen, zu denen sie ergehen. Daher ist es grundsätzlich nicht erwünscht, dass die Mitgliedstaaten zusätzliche Vorschriften einführen bzw. beibehalten.¹³⁹ Entsprechend ist gem. Art. 4 Abs. 1 DurchRiLiV vorgesehen, dass die Mitgliedstaaten Anforderungen, die über die Durchführungsmaßnahmen hinausgehen nur in außergewöhnlichen Fällen beibehalten oder festlegen dürfen. Voraussetzung ist, dass diese zusätzlichen Anforderungen objektiv gerechtfertigt und verhältnismäßig sind und der Steuerung spezifischer, durch die Durchführungsmaßnahmen nicht vollständig abgedeckter Risiken für den Anlegerschutz oder die Marktintegrität dienen. Darüber hinaus müssen die spezifischen Risiken, die mit den Anforderungen abgedeckt werden sollen, unter den gegebenen Umständen für die Marktstruktur des betreffenden Mitgliedstaates von besonderer Bedeutung sein, oder die Anforderung betrifft Risiken oder Probleme, die nach dem Beginn der Anwendung der Durchführungsrichtlinie auftreten oder offensichtlich werden und nicht durch andere Gemeinschaftsmaßnahmen geregelt sind. Gem. Art. 4 Abs. 3 DurchRiLiV sollen die Mitgliedstaaten die Kommission vor Inkrafttreten der Durchführungsrichtlinie über alle Anforderungen in Kenntnis setzen, die sie zusätzlich beibehalten wollen, und mindestens einen Monat vor ihrem Inkrafttreten sollen sie die Kommission über alle Anforderungen in Kenntnis setzen, die sie zusätzlich erlassen wollen. Jeder dieser Mitteilungen soll eine Begründung für die betreffende Anforderung beigelegt sein.

¹³⁹ Draft Commission Directive implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards record-keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive, Background Note, 2.2. Abs. 4

Art. 4 Abs. 2 DurchRiLiV betont, dass die zusätzlichen Anforderungen aber nicht die Rechte von Wertpapierfirmen gem. Art. 31 und 32 MIFID einschränken oder sonst beeinträchtigen dürfen. Dies ist richtig, denn die MIFID als Basisrechtsakt verbietet strengere Wohlverhaltensregeln als die in den Art. 19 ff. MIFID Geregelt.¹⁴⁰ Über dieses Verbot darf sich eine Durchführungsrichtlinie nicht hinwegsetzen. Somit verbleibt nur ein sehr enger Spielraum für zusätzliche Anforderungen, denn diese zusätzlichen Anforderungen müssen nicht nur oben genannte Voraussetzungen erfüllen, sie dürfen auch nicht strengere Wohlverhaltensregeln als die MIFID aufstellen.

C. Inhalt der Wohlverhaltensregeln der MIFID

I. Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln

Der persönliche Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln ergibt sich aus Art. 1 Abs. 1, Art. 19, Art. 21 und Art. 22 MIFID, sowie aus Art. 1 Abs. 2 Spiegelstrich 2 MIFID.

Demnach sind Adressat der Wohlverhaltensregeln zum einen die *Wertpapierfirmen*, Art. 1 Abs. 1, Art. 19, Art. 21 und Art. 22 MIFID.

Zum anderen gelten die Wohlverhaltensregeln¹⁴¹ gem. Art. 1 Abs. 2 Spiegelstrich 2 MIFID auch für „*Kreditinstitute*, die gemäß der Richtlinie 2000/12/EG zugelassen sind, wenn sie eine oder mehrere Wertpapierdienstleistungen und/oder Anlagetätigkeiten ausüben“.

Art. 2 Abs. 1 MIFID normiert Ausnahmen vom persönlichen Anwendungsbereich der Richtlinie.¹⁴²

Der sachliche Anwendungsbereich der einzelnen Vorschriften ist nicht einheitlich. Grundsätzlich umfasst er jedoch die Erbringung von *Wertpapierdienstleistungen* und/oder gegebenenfalls *Nebendienstleistungen* für

¹⁴⁰ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, B.II.

¹⁴¹ Art. 1 Abs. 2 Spiegelstrich 2 MIFID spricht nicht von den Wohlverhaltensregeln, sondern von den „Bestimmungen des Titel II Kapitel II“, also den Art. 16 – 30 MIFID, „ausgenommen Artikel 23 Absatz 2 Unterabsatz 2“.

¹⁴² vgl. hierzu Erwägungsgründe 8 und 10 – 16 zur MIFID

Kunden, Art. 19 Abs. 1 MIFID. Teilweise ist auch das Handeln gegenüber potentiellen Kunden erfasst, z.B. in Art. 19 Abs. 2 – 5 MIFID.

1. Wertpapierfirmen

Adressat der Wohlverhaltensregeln sind also Wertpapierfirmen. Gem. der Begriffsbestimmung des Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 Unterabsatz 1 MIFID bezeichnet der Ausdruck Wertpapierfirma *„jede juristische Person, die im Rahmen ihrer üblichen beruflichen und gewerblichen Tätigkeit gewerbsmäßig eine oder mehrere Wertpapierdienstleistungen für Dritte erbringt und/oder eine oder mehrere Anlagentätigkeiten ausübt“*.

a) Juristische Person

Eine Wertpapierfirma kann grundsätzlich also nur eine juristische Person sein. Damit würden beispielsweise eine Gesellschaft bürgerlichen Rechts i.S.d. § 705 BGB, eine Offene Handelsgesellschaft i.S.d. § 105 Abs. 1, Abs. 2 HGB oder eine Kommanditgesellschaft i.S.d. § 161 Abs. 1 HGB nicht als Wertpapierfirma gelten, denn diese Gesellschaften sind keine juristischen Personen¹⁴³. Gem. Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 Unterabsatz 2 MIFID können die Mitgliedstaaten aber auch Unternehmen, die keine juristischen Personen sind, als Wertpapierfirma definieren, sofern (a) ihre Rechtsform Dritten ein Schutzniveau bietet, das dem von juristischen Personen gebotenen Schutz gleichwertig ist, und (b) sie einer gleichwertigen und ihrer Rechtsform angemessenen Aufsicht unterliegen. Bezüglich natürlicher Personen, die Dienstleistungen erbringen, die das Halten von Geldern oder übertragbaren Wertpapieren Dritter umfassen, ist eine Qualifizierung als Wertpapierfirma zusätzliche noch an weitere, unter Art 1 Abs. 1 Nr. 1 Unterabsatz 3 MIFID genannte, Bedingungen geknüpft.

¹⁴³ zur Eigenschaft der Gesellschaft bürgerlichen Rechts als juristische Person, vgl.

Hopt, in: Baumbach/ Hopt, Einl. vor § 105 HGB, Rn. 14 mit Verweis auf BGHZ 146, 347; zu Offener Handelsgesellschaft und Kommanditgesellschaft, vgl. Hopt, in: Baumbach/ Hopt, Einl. vor § 105 HGB, Rn. 12 mit Verweis auf BGHZ 34, 296

b) Gewerbsmäßiges Handeln im Rahmen ihrer üblichen beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit

Eine Wertpapierfirma muss als weitere Voraussetzung gewerbsmäßig im Rahmen ihrer üblichen beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit handeln.

Damit möchte die Richtlinie keine Personen umfassen, die eine andere berufliche Tätigkeit ausüben.¹⁴⁴

2. Kreditinstitute

Der persönliche Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln erstreckt sich außer auf Wertpapierfirmen, auch auf Kreditinstitute, die gemäß der Richtlinie 2000/12/EG¹⁴⁵ zugelassen sind, wenn sie eine oder mehrere Wertpapierdienstleistungen erbringen und/oder Anlagentätigkeiten ausüben.

Kreditinstitute sind gem. Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 MIFID *Kreditinstitute im Sinne der Richtlinie 2000/12/EG*.

3. Wertpapierdienstleistungen und Anlagentätigkeiten

Die Begriffe *Wertpapierdienstleistungen und Anlagentätigkeiten* sind in Art. 4 Abs. 1 Nr. 2 MIFID definiert. Danach fällt hierunter „jede in Anhang I Abschnitt A genannte Dienstleistung und Tätigkeit, die sich auf eines der Instrumente in Anhang I Abschnitt C bezieht.“

Anhang I Abschnitt A nennt folgende Dienstleistungen und Tätigkeiten:

- Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die ein oder mehrere Finanzinstrument(e) zum Gegenstand haben

¹⁴⁴ Erwägungsgrund 7 zur MIFID

¹⁴⁵ Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. März 2000 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute, ABl. L 126 vom 26.5.2000, S. 1; zuletzt geändert durch die Richtlinie 2002/87/EG.

- Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden¹⁴⁶
- Handel für eigene Rechnung¹⁴⁷
- Portfolio-Verwaltung¹⁴⁸
- Anlageberatung¹⁴⁹
- Übernahme der Emission von Finanzinstrumenten und/oder Platzierung von Finanzinstrumenten mit fester Übernahmeverpflichtung
- Platzierung von Finanzinstrumenten ohne feste Übernahmeverpflichtung
- Betrieb eines multilateralen Handelssystems (MTF)

Die in Anhang I Abschnitt C genannten Instrumente sind:

- übertragbare Wertpapiere¹⁵⁰
- Geldmarktinstrumente¹⁵¹
- Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen
- Optionen, Terminkontrakte, Swaps, Zinsausgleichsvereinbarungen und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Wertpapiere, Währungen, Zinssätze oder -erträge, oder andere Derivat-Instrumente, finanzielle Indizes oder Messgrößen, die effektiv geliefert oder bar abgerechnet werden können
- Optionen, Terminkontrakte, Swaps, Termingeschäfte und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Waren, die bar abgerechnet werden müssen oder auf Wunsch einer der Parteien (anders als wegen eines zurechenbaren oder anderen Beendigungsgrunds) bar abgerechnet werden können
- Optionen, Terminkontrakte, Swaps, Termingeschäfte und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Waren, die effektiv geliefert werden

¹⁴⁶ vgl. Begriffsbestimmung in Art. 4 Abs. 1 Nr. 5 MIFID

¹⁴⁷ vgl. Begriffsbestimmung in Art. 4 Abs. 1 Nr. 6 MIFID

¹⁴⁸ vgl. Begriffsbestimmung in Art. 4 Abs. 1 Nr. 9 MIFID

¹⁴⁹ vgl. Begriffsbestimmung in Art. 4 Abs. 1 Nr. 4 MIFID

¹⁵⁰ vgl. Begriffsbestimmung in Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MIFID

¹⁵¹ vgl. Begriffsbestimmung in Art. 4 Abs. 1 Nr. 19 MIFID

können, vorausgesetzt, sie werden an einem geregelten Markt und/oder über ein MTF gehandelt

- Optionen, Terminkontrakte, Swaps, Termingeschäfte und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Waren, die effektiv geliefert werden können, die sonst nicht in Nr. 6 genannt sind und nicht kommerziellen Zwecken dienen, die die Merkmale anderer derivativer Finanzinstrumente aufweisen, wobei unter anderem berücksichtigt wird, ob Clearing und Abrechnung über anerkannte Clearingstellen erfolgen oder ob eine Margin-Einschussforderung besteht
- derivative Instrumente für den Transfer von Kreditrisiken
- finanzielle Differenzgeschäfte
- Optionen, Terminkontrakte, Swaps, Termingeschäfte und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Klimavariablen, Frachtsätze, Emissionsberechtigungen, Inflationsraten und andere offizielle Wirtschaftsstatistiken, die bar abgerechnet werden müssen oder auf Wunsch einer der Parteien (anders als wegen eines zurechenbaren oder anderen Beendigungsgrunds) bar abgerechnet werden können, sowie alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Vermögenswerte, Rechte, Obligationen, Indizes und Messwerte, die sonst nicht im vorliegenden Abschnitt genannt sind und die die Merkmale anderer derivativer Finanzinstrumente aufweisen, wobei unter anderem berücksichtigt wird, ob sie auf einem geregelten Markt oder einem MTF gehandelt werden, ob Clearing und Abrechnung über anerkannte Clearingstellen erfolgen oder ob eine Margin-Einschussforderung besteht

Eine Wertpapierdienstleistung liegt also beispielsweise vor bei Anlageberatung betreffend Aktien oder bei der Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die Aktien zum Gegenstand haben.

Eine Anlagentätigkeit liegt beispielsweise vor beim Handel mit übertragbaren Wertpapieren auf eigene Rechnung.

Neu gegenüber der ISD sind die Aufnahme der Anlageberatung und die Aufnahme des Betriebs eines multilateralen Handelssystems (MTF) in den

Katalog der Wertpapierdienstleistungen und Anlagentätigkeiten gem. Anhang I Abschnitt A. Begründet wird die Aufnahme der Anlageberatung in den Katalog der Wertpapierdienstleistungen damit, dass es angesichts der wachsenden Abhängigkeit der Anleger von persönlichen Empfehlungen zweckmäßig sei, die Erbringung von Anlageberatungen als eine Wertpapierdienstleistung aufzunehmen, die einer Zulassung bedarf.¹⁵² Nach der ISD war die Anlageberatung lediglich eine Nebendienstleistung, Abschnitt C Nr. 6 des Anhangs zur ISD. Den Betrieb eines MTF als Wertpapierdienstleistung zu qualifizieren war nach Ansicht des Richtlinienetzgebers erforderlich, um einen angemessenen Rechtsrahmen für diese neuen Auftragsausführungssysteme zu schaffen, der ein wirksames und ordnungsgemäßes Funktionieren der Finanzmärkte gewährleistet.¹⁵³

Ebenfalls neu im Vergleich zur ISD sind im Katalog der Finanzinstrumente gem. Anhang I Abschnitt C die Derivatkontrakte in Bezug auf Waren, die bar abgerechnet werden müssen oder auf Wunsch einer der Parteien bar abgerechnet werden können, sowie die Derivatkontrakte in Bezug auf Waren, die effektiv geliefert werden können, vorausgesetzt, sie werden an einem geregelten Markt und/oder über ein MTF gehandelt. Diese Neuerung begründet der Richtlinienetzgeber damit, dass es zweckmäßig sei, diese Derivate in die Liste der Finanzinstrumente aufzunehmen, da sie so konzipiert sind und gehandelt werden, dass sie unter aufsichtsrechtlichen Aspekten traditionellen Finanzinstrumenten vergleichbar sind.¹⁵⁴

4. Nebendienstleistungen

Nebendienstleistungen sind in Art. 4 Abs. 1 Nr. 3 MIFID definiert, als *jede in Anhang I Abschnitt B genannte Dienstleistung*.

Anhang I Abschnitt B nennt folgende Dienstleistungen:

¹⁵² Erwägungsgrund 3 zur MIFID

¹⁵³ Erwägungsgrund 5 zur MIFID

¹⁵⁴ Erwägungsgrund 4 zur MIFID

- Verwahrung und Verwaltung von Finanzinstrumenten für Rechnung von Kunden, einschließlich der Depotverwahrung und verbundener Dienstleistungen wie Cash-Management oder Sicherheitenverwaltung
- Gewährung von Krediten oder Darlehen an Anleger für die Durchführung von Geschäften mit einem oder mehreren Finanzinstrumenten, sofern das kredit- oder darlehensgewährende Unternehmen an diesen Geschäften beteiligt ist
- Beratung von Unternehmen hinsichtlich der Kapitalstrukturierung, der branchenspezifischen Strategie und damit zusammenhängender Fragen sowie Beratung und Dienstleistungen bei Unternehmensfusionen und -aufkäufen
- Devisengeschäfte, wenn diese im Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen stehen
- Wertpapier- und Finanzanalyse oder sonstige Formen allgemeiner Empfehlungen, die Geschäfte mit Finanzinstrumenten betreffen
- Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Übernahme von Emissionen
- Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten sowie Nebendienstleistungen des in Anhang I Abschnitt A oder B enthaltenen Typs betreffend die Unterlegung der in Abschnitt C Nummern 5,6,7, und 10 enthaltenen Derivate, wenn diese mit der Bereitstellung der Wertpapier- oder der Nebendienstleistung in Zusammenhang stehen

5. Kunde

Die Wohlverhaltensregeln sind von den Wertpapierfirmen gegenüber ihren Kunden bzw. potenziellen Kunden einzuhalten.

Kunde ist gem. Art. 4 Abs. 1 Nr. 10 MIFID *jede natürliche oder juristische Person, für die eine Wertpapierfirma Wertpapierdienstleistungen und/oder Nebendienstleistungen erbringt.*

Der Begriff des potentiellen Kunden ist nicht in der MIFID definiert. In Anlehnung an die Definition des Kunden ist der potentielle Kunde jede

natürliche oder juristische Person, für die eine Wertpapierfirma noch keine Wertpapierdienstleistungen und/oder Nebendienstleistungen erbringt, aber mit der sie in Kontakt steht, um zukünftig solche Dienstleistungen zu erbringen.

Die MIFID kennt verschiedene Kategorien von Kunden, den Kleinanleger, den professionellen Kunden, sowie die geeigneten Gegenparteien. Die Vorkehrungen zum Schutz der Anleger sollen dabei den Eigenheiten jeder Anlegerkategorie angepasst sein.¹⁵⁵

a) Geeignete Gegenparteien

(a) Begriffsbestimmung

(i) Geeignete Gegenparteien per Definition

Art. 24 Abs. 2 Unterabsatz 1 MIFID:

„Die Mitgliedstaaten erkennen für die Zwecke dieses Artikels Wertpapierfirmen, Kreditinstitute, Versicherungsgesellschaften, OGAW und ihre Verwaltungsgesellschaften, Pensionsfonds und ihre Verwaltungsgesellschaften, sonstige zugelassene oder nach dem Gemeinschaftsrecht oder den Rechtsvorschriften eines Mitgliedstaats einer Aufsicht unterliegende Finanzinstitute, Unternehmen, die gem. Artikel 2 Absatz 1 Buchstaben k und l von der Anwendung dieser Richtlinie ausgenommen sind, nationale Regierungen und deren Einrichtungen, einschließlich öffentlicher Stellen der staatlichen Schuldenverwaltung, Zentralbanken und supranationale Organisationen als geeignete Gegenparteien an.“

Art. 24 Abs. 2 Unterabsatz 1 MIFID regelt, welche Rechtspersönlichkeiten ohne jede weitere Voraussetzung als geeignete Gegenparteien anzusehen sind.

Zu den Unternehmen, die gem. Art. 2 Abs. 1 Buchstaben k und l MIFID von der Anwendung der MIFID ausgeschlossen sind, gehören Personen, deren Haupttätigkeit im Handel für eigene Rechnung mit Waren und/oder Warenderivaten besteht, außer sie sind Teil einer Gruppe, deren Haupttätigkeit im Erbringen von Wertpapierdienstleistungen oder Bankdienstleistungen

¹⁵⁵ Erwägungsgrund 31 zur MIFID

besteht, sowie Firmen, deren Wertpapierdienstleistungen und/oder Anlagetätigkeiten ausschließlich darin besteht, für eigene Rechnung auf Finanztermin- oder Optionsmärkten oder sonstigen Derivatemarkten tätig zu werden oder für Rechnung anderer Mitglieder dieser Märkte tätig zu werden oder für diese einen Preis zu machen, und die durch eine Garantie von Clearingmitgliedern der gleichen Märkte abgedeckt sind.

(ii) Behandlung als geeignete Gegenparteien nach Zustimmung

Art. 24 Abs. 3 MIFID:

„Die Mitgliedstaaten können auch andere Unternehmen als geeignete Gegenparteien anerkennen, die im Voraus festgelegte proportionale Anforderungen einschließlich quantitativer Schwellenwerte erfüllen. Im Falle eines Geschäfts mit potenziellen Gegenparteien, die verschiedenen Rechtsordnungen angehören, trägt die Wertpapierfirma dem Status des anderen Unternehmens Rechnung, der sich nach den Rechtsvorschriften oder Maßnahmen des Mitgliedstaats bestimmt, in dem das Unternehmen ansässig ist.

Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass die Wertpapierfirma, die Geschäfte gemäß Absatz 1 mit solchen Unternehmen abschließt, die ausdrückliche Zustimmung der potentiellen Gegenpartei einholt, als geeignete Gegenpartei behandelt zu werden. Die Mitgliedstaaten gestatten der Wertpapierfirma, diese Zustimmung entweder in Form einer allgemeinen Vereinbarung oder für jedes einzelne Geschäft einzuholen.“

Art. 24 Abs. 3 MIFID regelt also die Möglichkeit der Anerkennung von Unternehmen als geeignete Gegenparteien.

Voraussetzung für eine solche Anerkennung ist, dass das Unternehmen *im Voraus festgelegte proportionale Anforderungen einschließlich quantitativer Schwellenwerte* erfüllt. Art. 50 Abs. 1 Unterabsatz 1 DurchRiLiV sieht hierzu vor, dass solche Unternehmen anerkannt werden können, die unter eine Kategorie von Kunden fallen, die als professionelle Kunden gemäß Anhang II Abschnitt I Nr. 1 – 3 MIFID angesehen werden. Ausgenommen sind Kategorien, die ausdrücklich in Art. 24 Abs. 2 MIFID angeführt werden. Damit umfasst Art. 50 Abs. 1 Unterabsatz 1 DurchRiLiV also:

- Rechtspersonlichkeiten, die zugelassen oder unter Aufsicht stehen müssen, um auf den Finanzmärkten tätig werden zu können, wie Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, sonstige zugelassene oder beaufsichtigte Finanzinstitute, Versicherungsgesellschaften, Organismen für gemeinsame Anlagen und ihre Verwaltungsgesellschaften, Pensionsfonds und ihre Verwaltungsgesellschaften, Warenhändler und Warenderivate-Händler, örtliche Anleger und sonstige institutionelle Anleger.
- Große Unternehmen, die auf Unternehmensebene zwei der nachfolgenden Anforderungen erfüllen: eine Bilanzsumme i.H.v. 20.000.000 €, einen Nettoumsatz i.H.v. 40.000.000 € und/oder Eigenmittel i.H.v. 2.000.000 €
- Nationale und regionale Regierungen, Stellen der staatlichen Schuldenverwaltung, Zentralbanken, internationale und supranationale Einrichtungen wie die Weltbank, der IWF, die EZB, die EIB und andere vergleichbare internationale Organisationen.

Auf Antrag können gem. Art. 50 Abs. 1 Unterabsatz 2 DurchRiLiV auch Unternehmen anerkannt werden, die unter eine Kategorie von Kunden fallen, die gemäß Anhang II Abschnitt II MIFID als professionelle Kunden angesehen werden. Dies sind Unternehmen, die auf Antrag als professionelle Kunden angesehen werden, weil ihr Sachverstand, ihre Erfahrungen und ihre Kenntnisse sie in die Lage versetzen, ihre Anlageentscheidungen selbst zu treffen und die damit einhergehenden Risiken zu verstehen. Allerdings soll in diesen Fällen das betroffene Unternehmen nur im Bezug auf die Dienstleistungen oder Geschäfte als geeignete Gegenpartei anerkannt werden, für die es auch als professioneller Kunde behandelt werden könnte.

Die Behandlung solcher Unternehmen als geeignete Gegenpartei setzt außerdem die ausdrückliche Zustimmung des betroffenen Unternehmens voraus. Bei Unternehmen i.S.d. Art. 50 Abs. 1 Unterabsatz 2 DurchRiLiV, die nur auf Antrag anerkannt werden können, muss der Antrag als ausdrückliche Zustimmung angesehen werden. Mit dem Antrag auf Behandlung als geeignete Gegenpartei zeigt das Unternehmen ja gerade nicht nur sein Einverständnis mit einer solchen Behandlung, sondern erklärt, eine solche Behandlung zu begehren. Bei Unternehmen, die nach Art. 50 Abs. 1 Unterabsatz 1 DurchRiLiV anerkannt werden können, ist diese Zustimmung extra einzuholen, denn hier ist kein Antrag des Unternehmens erforderlich.

(iii) Rechtspersönlichkeiten von Drittländern als geeignete Gegenparteien

Art. 24 Abs. 4 MIFID:

„Die Mitgliedstaaten können Rechtspersönlichkeiten von Drittländern, die den in Absatz 2 genannten Kategorien von Rechtspersönlichkeiten gleichwertig sind, als zulässige Gegenpartei anerkennen.

Die Mitgliedstaaten können auch Unternehmen von Drittländern, wie denen nach Absatz 3, unter denselben Voraussetzungen und bei Erfüllung derselben Anforderungen wie denen des Absatzes 3 als zulässige Gegenpartei anerkennen“

Art. 24 Abs. 4 Unterabsatz 1 MIFID erlaubt den Mitgliedstaaten also, auch Rechtspersönlichkeiten von Drittländern als geeignete Gegenparteien zu definieren, soweit diese Rechtspersönlichkeiten einer der in Art. 24 Abs. 2 MIFID genannten Rechtspersönlichkeit gleichwertig sind. Nimmt ein Mitgliedstaat diese Möglichkeit wahr, dann gelten diese drittländischen Rechtspersönlichkeiten ebenfalls ohne weitere Voraussetzungen als geeignete Gegenparteien.

Art. 24 Abs. 4 Unterabsatz 2 MIFID erlaubt den Mitgliedstaaten die Behandlung eines drittländischen Unternehmens als geeignete Gegenpartei unter denselben Voraussetzungen wie oben unter Art. 24 Abs. 3 MIFID genannt.

(b) Anwendbarkeit der Wohlverhaltensregeln bei Geschäften mit geeigneten Gegenparteien

Art. 24 Abs. 1 MIFID:

„Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass Wertpapierfirmen, die zur Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden und/oder zum Handel für eigene Rechnung und/oder zur Entgegennahme und Weiterleitung von Aufträgen berechtigt sind, Geschäfte mit geeigneten Gegenparteien anbahnen oder abschließen können ohne in Bezug auf diese Geschäfte oder auf Nebendienstleistungen in direktem Zusammenhang mit diesen Geschäften

den Auflagen der Artikel 19 und 21 und des Artikels 22 Absatz 1 genügen zu müssen“

Art. 24 Abs. 2 Unterabsatz 2 MIFID:

„Die Einstufung als geeignete Gegenpartei gemäß Unterabsatz 1 berührt nicht das Recht solcher Rechtspersonlichkeiten, entweder generell oder für jedes einzelne Geschäft eine Behandlung als Kunde zu beantragen, für dessen Geschäfte mit der Wertpapierfirma die Artikel 19, 21 und 22 gelten.“

Art. 24 Abs. 1 MIFID regelt also, dass die Wertpapierfirmen bei bestimmten Geschäften mit geeigneten Gegenparteien die Wohlverhaltensregeln (einschließlich der Vorschriften über die bestmögliche Ausführung und Bearbeitung von Kundenaufträgen) grundsätzlich nicht einzuhalten verpflichtet sind. Diese Geschäfte sind die Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden, der Handel für eigene Rechnung, die Entgegennahme und Weiterleitung von Aufträgen und solche Nebendienstleistungen, die mit diesen Geschäften in direktem Zusammenhang stehen. Bei anderen als den oben genannten Geschäften besteht keine Befreiung von den Wohlverhaltensregeln. Dies dient der Gewährleistung, dass die Wohlverhaltensregeln in Bezug auf Anleger, die diesen Schutz am dringendsten benötigen, angewandt werden und trägt einer gemeinschaftsweit fest etablierten Marktpraxis Rechnung.¹⁵⁶

Geeignete Gegenparteien können allerdings generell oder für einzelne Geschäfte gem. Art. 24 Abs. 2 Unterabsatz 2 MIFID eine Behandlung als Kunde beantragen, so dass dann die Wohlverhaltensregeln einzuhalten sind. Wird ein solcher Antrag gestellt, ohne dass ausdrücklich eine Behandlung als Kleinanleger gewünscht wird, und die Wertpapierfirma stimmt diesem Antrag zu, so soll sie dieses Unternehmen als professionellen Kunden behandeln, Art. 50 Abs. 2 Unterabsatz 1 DurchRiLiV. Wenn jedoch dieses Unternehmen ausdrücklich die Behandlung als Kleinanleger beantragt, so sollen gem. Art. 50 Abs. 2 Unterabsatz 2 DurchRiLiV die Regelungen in Bezug auf Anträge für nicht professionelle Behandlung aus Anhang II Abschnitt I Abs. 2 – 4 MIFID gelten.

¹⁵⁶ Erwägungsgrund 41 zur MIFID

b) Professionelle Kunden und Kleinanleger

(a) Begriffsbestimmung: professioneller Kunde

Professioneller Kunde ist gem. der Definition des Art. 4 Abs. 1 Nr. 11 MIFID, *ein Kunde, der die in Anhang II der MIFID genannten Kriterien erfüllt.*

Anhang II der MIFID unterscheidet dabei zwei Arten von professionellen Kunden, zum einen gem. Abschnitt I solche, die (per Definition) als professionelle Kunden angesehen werden, zum anderen gem. Abschnitt II solche, die auf Antrag als professionelle Kunden behandelt werden.

(i) Professioneller Kunde per Definition

Als professionelle Kunden in Bezug auf alle Wertpapierdienstleistungen und Finanzinstrumente werden gem. Anhang II Abschnitt I MIFID folgende Rechtspersönlichkeiten angesehen:

1. Rechtspersönlichkeiten, die zugelassen oder unter Aufsicht stehen müssen, um auf den Finanzmärkten tätig werden zu können, wie Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, sonstige zugelassene oder beaufsichtigte Finanzinstitute, Versicherungsgesellschaften, Organismen für gemeinsame Anlagen und ihre Verwaltungsgesellschaften, Pensionsfonds und ihre Verwaltungsgesellschaften, Warenhändler und Warenderivate-Händler, örtliche Anleger und sonstige institutionelle Anleger.
2. Große Unternehmen, die auf Unternehmensebene zwei der nachfolgenden Anforderungen erfüllen: eine Bilanzsumme i.H.v. 20.000.000 €, einen Nettoumsatz i.H.v. 40.000.000 € und/oder Eigenmittel i.H.v. 2.000.000 €
3. Nationale und regionale Regierungen, Stellen der staatlichen Schuldenverwaltung, Zentralbanken, internationale und supranationale Einrichtungen wie die Weltbank, der IWF, die EZB, die EIB und andere vergleichbare internationale Organisationen.
4. Andere institutionelle Anleger, deren Haupttätigkeit in der Anlage in Finanzinstrumenten besteht, einschließlich Einrichtungen, die die

wertpapiermäßige Unterlegung von Verbindlichkeiten und andere Finanzierungsgeschäfte betreiben.

Diese grundsätzlich als professionelle Kunden angesehenen Rechtspersönlichkeiten können allerdings die Behandlung als nichtprofessioneller Kunde bezüglich einer oder mehrerer Dienstleistungen beantragen.

(ii) Behandlung als professioneller Kunde auf Antrag

Die Behandlung als professioneller Kunde auf Antrag gem. Anhang II Abschnitt II MIFID unterliegt zum einen bestimmten Einstufungskriterien, zum anderen setzt sie ein bestimmtes Verfahren voraus.

Gem. Anhang II Abschnitt II.1 Abs. 3 MIFID muss die Wertpapierfirma sich durch eine angemessene Beurteilung des Sachverstands, der Erfahrungen und der Kenntnisse des Kunden davon vergewissern, dass dieser in Anbetracht der Art der geplanten Geschäfte oder Dienstleistungen nach vernünftigem Ermessen in der Lage ist, seine Anlageentscheidungen selbst zu treffen und die damit einhergehenden Risiken versteht. Gem. Anhang II Abschnitt II.1 Abs. 5 MIFID sollte die genannte Beurteilung ergeben, dass mindestens zwei der folgenden Kriterien erfüllt werden:

- Der Kunde hat an dem relevanten Markt während der vier vorhergehenden Quartale durchschnittlich pro Quartal 10 Geschäfte von erheblichem Umfang getätigt.
- Das Finanzinstrument-Portfolio des Kunden, das definitionsgemäß Bardepots und Finanzinstrumente umfasst, übersteigt 500.000 €
- Der Kunde ist oder war mindestens ein Jahr lang in einer beruflichen Position im Finanzsektor tätig, die Kenntnisse über die geplanten Geschäfte oder Dienstleistungen voraussetzt.

Außerdem ist das Verfahren gem. Anhang II Abschnitt II.2 MIFID einzuhalten: Die Kunden müssen der Wertpapierfirma schriftlich mitteilen, dass sie generell oder in Bezug auf eine bestimmte Wertpapierdienstleistung oder ein bestimmtes Wertpapiergeschäft oder in Bezug auf eine bestimmte Art von Geschäft oder Produkt als professioneller Kunde behandelt werden möchten.

Die Wertpapierfirma muss sie schriftlich klar darauf hinweisen, welches Schutzniveau und welche Anlegerentschädigungsrechte sie gegebenenfalls verlieren.

Die Kunden müssen schriftlich in einem vom jeweiligen Vertrag getrennten Dokument bestätigen, dass sie sich der Folgen des Verlustes dieses Schutzniveaus bewusst sind.

(b) Begriffsbestimmung: Kleinanleger

Der Kleinanleger ist gem. Art. 4 Abs. 1 Nr. 12 MIFID definiert als Kunde, *der kein professioneller Kunde ist*.

Damit fallen alle Kunden, die weder nach den oben genannten Kriterien als professioneller Kunde angesehen werden, noch auf Antrag als solcher behandelt werden, unter den Begriff des Kleinanlegers.

(c) Anwendbarkeit der Wohlverhaltensregeln bei Geschäften mit professionellen Kunden bzw. Kleinanlegern

Die einzelnen Wohlverhaltensregeln der Art. 19, 21 und 22 I MIFID unterscheiden nach dem Richtlinien text nicht zwischen professionellen Kunden und Kleinanlegern. Die genannten Vorschriften sprechen immer nur vom Kunden und/oder potentiellen Kunden. Allerdings bestimmt Art. 19 Abs. 10 Buchstabe c MIFID, dass in den Durchführungsmaßnahmen, also auf der zweiten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens, zu berücksichtigen ist, ob es sich bei den Kunden oder potentiellen Kunden um Kleinanleger oder professionelle Anleger handelt.

Im bisherigen Verfahren zum Erlass der Durchführungsmaßnahmen wurde, dieser Vorgabe entsprechend, eine Unterscheidung zwischen professionellen Kunden und Kleinanlegern bei den unterschiedlichen Vorschlägen für Durchführungsmaßnahmen vorgenommen. Sowohl die CESR-Vorschläge, als auch die darauffolgenden Arbeitsdokumente der Kommission und der Vorschlag für eine Durchführungsrichtlinie zur MIFID sehen eine solche Unterscheidung vor.

II. Die allgemeine Wohlverhaltenspflicht des Art. 19 Abs. 1 MIFID

Art. 19 Abs. 1 MIFID:

„Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass eine Wertpapierfirma bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und/oder gegebenenfalls Nebendienstleistungen für ihre Kunden, ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden handelt und insbesondere den Grundsätzen der Absätze 2 bis 8 genügt.“

1. Generalklausel oder eigenständige Pflicht

Art. 19 Abs. 1 MIFID normiert also eine allgemeine Wohlverhaltenspflicht der Wertpapierfirmen gegenüber ihren Kunden. Diese gilt bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und/oder gegebenenfalls Nebendienstleistungen und verlangt von der Wertpapierfirma, ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden zu handeln.

Was unter ehrlichem, redlichem und professionellem Handeln im bestmöglichen Interesse des Kunden zu verstehen ist, führt die MIFID nicht näher aus. Daher kann Art. 19 Abs. 1 MIFID auf zwei Arten verstanden werden, entweder als Generalklausel, die die Abs. 2 bis 8 des Art. 19 MIFID ergänzt, oder als eigenständige Pflicht.

Für das Verständnis als Generalklausel spricht der Wortlaut des Art. 19 Abs. 1 MIFID, wonach die Wertpapierfirma ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden zu handeln hat und *insbesondere* den Grundsätzen der Abs. 2 bis 8 des Art. 19 MIFID genügen muss.¹⁵⁷ Die Formulierung „insbesondere“ deutet darauf hin, dass die Grundsätze der Abs. 2 bis 8 des Art. 19 MIFID als Teil der Pflicht zu ehrlichem, redlichem und professionellem Handeln anzusehen sind, was für das Verständnis des Art. 19 Abs. 1 MIFID als Generalklausel zur Ergänzung der Pflichten gem. Abs. 2 bis 8 des Art. 19 MIFID spricht.

Dagegen vertritt CESR die Auffassung, dass die Informationspflichten, ebenso wie die Aufzeichnungspflichten und die Erkundigungspflichten durch die Abs. 2 bis 8 des Art. 19 MIFID geregelt sind, und die Dienstleistung der

¹⁵⁷ vgl. Mülbart, Arbeitspapiere 2005, S. 9

Durchführung von Kundenaufträgen von Art. 21, 22 Abs. 1 MIFID (Verpflichtung zur kundengünstigsten Ausführung und Pflichten bei der Bearbeitung von Kundenaufträgen) geregelt wird.¹⁵⁸ Deshalb betreffe Art. 19 Abs. 1 MIFID nur sonstige Pflichten, die weder in den Absätzen 2 bis 8 des Art. 19 MIFID behandelt werden, noch die Ausführung von Aufträgen betreffen.¹⁵⁹ Für diese Auffassung von CESR spricht, dass die Abs. 2 bis 8 des Art. 19 MIFID sehr detaillierte Regelungen enthalten, so dass es durchaus nahe liegt, die dort geregelten Pflichten als abschließend geregelt zu betrachten, insbesondere wenn man bedenkt, dass die in Art 19 Abs. 2 bis 8 MIFID normierten Pflichten durch Durchführungsmaßnahmen eine noch viel detailliertere Regelung erfahren werden. Gegen die Annahme einer Generalklausel zur Ergänzung der Pflichten aus Art. 19 Abs. 2 bis 8 MIFID spricht außerdem, dass die allgemeine Wohlverhaltenspflicht der Wertpapierfirma gemäß dem Wortlaut des Art. 19 Abs. 1 MIFID nur gegenüber Kunden gilt, nicht auch gegenüber potentiellen Kunden. Die Pflichten aus Art. 19 Abs. 2 bis 6 MIFID gelten dagegen gegenüber Kunden und potentiellen Kunden. Lediglich die Aufzeichnungspflicht (Art. 19 Abs. 7 MIFID) sowie die Berichterstattungspflicht (Art. 19 Abs. 8 MIFID) gelten nur gegenüber Kunden. Nachdem die allgemeine Wohlverhaltenspflicht somit einen anderen Anwendungsbereich hat als die Pflichten aus Art. 19 Abs. 2 bis 6 MIFID, kann sie nicht zur Ergänzung dieser Pflichten herangezogen werden. Des Weiteren ist zu berücksichtigen, dass die MIFID eine Basisrichtlinie i.S.d. Lamfalussy-Verfahrens darstellt, die die Grundsätze festlegt. Für das konkrete Ausfüllen dieser Grundsätze sind die Detailregelungen der Durchführungsmaßnahmen gedacht. Daraus folgt für die allgemeinen Wohlverhaltenspflicht des Art. 19 Abs. 1 MIFID, dass sie einen Grundsatz festlegt, der durch die Durchführungsmaßnahmen auszufüllen ist. Würde man Art. 19 Abs. 1 MIFID als Generalklausel ansehen, also dass Teil der Pflicht zum ehrlichen, redlichen und professionellen Handeln im bestmöglichen Interesse des Kunden die Pflichten nach Art. 19 Abs. 2 bis 8 MIFID sind, so würde man Art. 19 Abs. 1 MIFID durch Art. 19 Abs. 2 – 8 MIFID ausfüllen und nicht durch

¹⁵⁸ CESR/05-290b, Explanatory text zu Art. 19 Abs. 1 MIFID, Abs. 1

¹⁵⁹ CESR/05-290b, Explanatory text zu Art. 19 Abs. 1 MIFID, Abs. 2

Durchführungsmaßnahmen. Dies widerspräche dem Prinzip des Lamfalussy-Verfahrens.

Art. 19 Abs. 1 MIFID kann also nicht als Generalklausel verstanden werden, sondern normiert eine eigenständige Pflicht.

2. Pflichteninhalt

Zur Konkretisierung des Art. 19 Abs. 1 MIFID sieht Art. 26 DurchRiLiV vor, dass Wertpapierfirmen dann nicht ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden handeln, wenn sie im Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen für den Kunden eine Gebühr oder Provision zahlen oder erhalten oder wenn sie eine nicht in Geldform angebotene Vergütung gewähren oder annehmen, es sei denn:

- es handelt sich um eine Gebühr, eine Provision oder eine nicht in Geldform angebotene Vergütung, die dem Kunden oder einer in seinem Auftrag handelnden Person oder von einer dieser Personen gezahlt bzw. gewährt wird;
- es handelt sich um eine Gebühr, eine Provision oder eine nicht in Geldform angebotene Vergütung, die einem Dritten oder einer in seinem Auftrag handelnden Person oder von einer dieser Personen gezahlt bzw. gewährt wird, sofern die Existenz, die Art und der Betrag der Gebühr, Provision oder Vergütung, oder, falls der Betrag nicht feststellbar ist, die Berechnungsmethode dieses Betrages gegenüber dem Kunden vor Erbringung der betreffenden Wertpapierdienstleistung oder Nebendienstleistung in umfassender, zutreffender und verständlicher Weise offen gelegt wird, und sofern die Zahlung der Gebühr oder Provision oder die Gewährung der nicht in Geldform angebotenen Vergütung die Qualität der für den Kunden erbrachten Dienstleistung verbessert und die Wertpapierfirma nicht dabei behindert, pflichtgemäß im bestmöglichen Interesse des Kunden zu handeln.

Zum Zwecke oben genannter Offenlegung soll die Firma die wesentlichen Bestimmungen der Provisionsvereinbarungen in zusammengefasster Form offen legen dürfen, sofern sich die Wertpapierfirma verpflichtet, auf Wunsch

des Kunden weitere Einzelheiten offen zu legen und sie dieser Verpflichtung auch nachkommt.

Die Kommission begründet¹⁶⁰ diese Regelungen damit, dass ihrer Ansicht nach die Qualität der Anlageberatung gegenüber dem Kunden durch die Annahme einer Provision durch die Wertpapierfirma im Zusammenhang mit Anlageberatung oder allg. Empfehlungen verbessert werden kann. Und zwar dann, wenn der Kunde die Wertpapierfirma für die Anlageberatung oder die Empfehlung nicht bezahlt, und wenn die Annahme der Provision keinen Einfluss auf die Beratung oder die Empfehlungen hat.

III. Die Anforderungen an Informationen gem. Art. 19 Abs. 2 MIFID

Art. 19 Abs. 2 MIFID:

„Alle Informationen, einschließlich Marketing-Mitteilungen, die die Wertpapierfirma an Kunden oder potentielle Kunden richtet, müssen redlich, eindeutig und nicht irreführend sein. Marketing-Mitteilungen müssen eindeutig als solche erkennbar sein.“

1. Gegenstand: alle Informationen einschließlich Marketing-Mitteilungen

Gegenstand der Anforderungen des Art. 19 Abs. 2 MIFID sind *alle Informationen, einschließlich Marketing-Mitteilungen, die die Wertpapierfirma an Kunden oder potentielle Kunden richtet.*

a) „alle Informationen“

Erfasst sind also alle Informationen, die die Wertpapierfirma an Kunden oder potentielle Kunden richtet, unabhängig davon, ob eine Pflicht der Wertpapierfirma zur Erteilung dieser Informationen besteht oder nicht. Sowohl die Informationen, die die Wertpapierfirma dem Kunden gem. Art. 19 Abs. 3 und Abs. 7 MIFID erteilt¹⁶¹, wie auch sämtliche Informationen, die zu

¹⁶⁰ Erwägungsgrund 36 DurchRiLiV

¹⁶¹ CESR/05-024c, Explanatory text zu Art. 19 Abs. 2 MIFID, Abs. 3

Werbezwecken oder aus sonstigen Gründen freiwillig erteilt werden, sind Gegenstand des Art. 19 Abs. 2 MIFID.

b) „Marketing-Mitteilungen“

Der Begriff der Marketing-Mitteilung ist weder in der MIFID, noch im Durchführungsrichtlinienvorschlag definiert.

CESR hatte zwar eine Definition dieses Begriffs vorgeschlagen¹⁶², die Kommission aber verzichtete in ihrem ursprünglichen Arbeitsdokument auf eine solche Definition¹⁶³. Obwohl sie dann in ihrem ersten überarbeiteten Arbeitsdokument eine dem CESR-Vorschlag nahezu entsprechende Definition aufnahm¹⁶⁴, fehlte diese wiederum in ihrem zweiten überarbeiteten Arbeitsdokument¹⁶⁵. Auch der Durchführungsrichtlinienvorschlag verzichtet nun auf eine Definition des Begriffs Marketing-Mitteilung.

Nach Ansicht der Kommission zum ursprünglichen Arbeitsdokument sollten auf der zweiten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens Inhalt und Merkmale von Marketing-Mitteilungen nicht beschrieben werden. Es sollten lediglich einige

¹⁶² CESR/05-024c, Box 1 Buchstabe c Nr. 17

¹⁶³ vgl. Working Document ESC/23/2005, Art. 2

¹⁶⁴ Art. 2 Nr. 7 des Working Document ESC/23/2005-rev1-corrected version 9.9.05 definierte Marketing-Mitteilungen als *jede Art von Information, die von einer Wertpapierfirma oder im Namen einer Wertpapierfirma der Öffentlichkeit mitgeteilt wird, und die für Wertpapierdienstleistungen, Finanzinstrumente und/oder gegebenenfalls Nebendienstleistungen wirbt, eine Empfehlung diesbezüglich macht oder geeignet ist, als Werbung diese betreffend zu fungieren.*
In diesem Sinne wird Information veröffentlicht, wenn sie für eine Anzahl von Leuten bestimmt ist, an eine Anzahl von Leuten gerichtet und/oder adressiert ist.
Information wird nicht veröffentlicht, wenn sie entweder an eine spezifische Person oder Gruppe von Personen, die gemeinsam handeln, gerichtet ist, außer sie stellt einen Teil einer organisierten Marketing-Kampagne dar, oder wenn sie von der Wertpapierfirma nur anderen Mitgliedern ihrer Gruppe mitgeteilt wird, vorausgesetzt, dass die Wertpapierfirma alle vernünftigen Schritte unternimmt, um sicherzustellen, dass keiner der Empfänger die Mitteilung an eine Person weiterleitet, die kein Mitglied dieser Gruppe ist.

¹⁶⁵ vgl. Art. 2 Nr. 7 des Working Document ESC/23/2005-rev2

Leitprinzipien festgelegt werden, um zu beurteilen, wann alle Informationen als redlich, eindeutig und nicht irreführend anzusehen sind, ohne irgendwelche speziellen Regeln für Marketing-Mitteilungen in diesem Punkt festzulegen. Diese Herangehensweise sollte Firmen und zuständigen Behörden genügend Flexibilität geben, um mit Marketing-Mitteilungen auf effektive Art und Weise umzugehen.¹⁶⁶ Offensichtlich ist die Kommission nun zu dieser, meines Erachtens problematischen, Ansicht zurückgekehrt. Eine Definition des Begriffs Marketing-Mitteilung ist aus Gründen der Rechtssicherheit wünschenswert. Art. 19 Abs. 2 Satz 2 MIFID stellt für Marketing-Mitteilungen im Gegensatz zu sonstigen Informationen eine besondere Anforderung auf, nämlich, dass Marketing-Mitteilungen eindeutig als solche erkennbar sein müssen. Nachdem dieses Erfordernis der Erkennbarkeit aber allein Marketing-Mitteilungen trifft und nicht sonstige Informationen, ist es wichtig, Marketing-Mitteilungen von sonstigen Informationen abgrenzen zu können.

2. Anforderungen an Informationen und Marketing-Mitteilungen

a) Redliche, eindeutige und nicht irreführende Informationen, einschließlich Marketing-Mitteilungen

Wann Informationen *redlich, eindeutig und nicht irreführend* sind, kann nicht für alle Informationen einheitlich beurteilt werden, sondern hängt von den Umständen ab, insbesondere von der Person, an die diese Informationen gerichtet sind. Informationen, die als redlich, eindeutig und nicht irreführend angesehen werden, wenn sie einem professionellen Kunden gegeben werden, erfüllen diese Anforderungen nicht notwendigerweise auch gegenüber einem Kleinanleger.¹⁶⁷ Professionelle Kunden haben durch ihre Kenntnisse und Erfahrungen im Anlagebereich einen anderen Umgang mit den ihnen gegebenen Informationen. Sie betrachten diese beispielsweise kritischer und

¹⁶⁶ Working Document ESC/24/2005, Explanatory note to working document ESC/23/2005 and to the addendum of the working document ESC/17/2005 on investment research, S. 2, A.4. Marketing Communications

¹⁶⁷ CESR/05-024c, Explanatory text zu Art. 19 Abs. 2 MIFID, Abs. 2

lassen sich von positiven Informationen weniger beeindrucken, denn aufgrund ihre Kenntnisse und Erfahrungen sind sie sich der Risiken im Anlagebereich deutlich bewusster.

Aufgrund dieser Überlegungen möchte die Kommission, im Einklang mit dem CESR-Vorschlag¹⁶⁸, davon absehen, spezielle Anforderungen an Informationen zu stellen, die an professionelle Kunden gegeben werden.¹⁶⁹ Für professionelle Kunden soll die allgemeine Regelung des Art. 19 Abs. 2 MIFID gelten, ohne dass weitere detaillierte Regelungen diese präzisieren.

Soweit jedoch (potentielle) Kleinanleger betroffen sind, sollen gem. Art. 27 Abs. 1 DurchRiLiV alle Informationen¹⁷⁰, auch Marketing-Mitteilungen, die an diese gerichtet sind oder in einer Weise verbreitet werden, dass sie wahrscheinlich zu diesen Personen gelangen, die Bedingungen des Art. 27 Abs. 2 – 8 DurchRiLiV erfüllen, um redlich, eindeutig und nicht irreführend zu sein:

- Die Information soll gem. Art. 27 Abs. 2 Unterabsatz 2 DurchRiLiV zutreffend sein und insbesondere nicht irgendwelche potentiellen Vorteile einer Wertpapierdienstleistung oder eines Finanzinstruments hervorheben, ohne redlich und deutlich auf etwaige damit einhergehende Risiken hinzuweisen.
- Die Information soll gem. Art. 27 Abs. 2 Unterabsatz 3 DurchRiLiV so dargestellt werden, dass sie für einen durchschnittlichen Angehörigen der Gruppe, an die sie gerichtet ist bzw. zu der sie wahrscheinlich gelangt, verständlich sein dürfte.
- Gem. Art. 27 Abs. 2 Unterabsatz 4 DurchRiLiV soll die Information die wichtigen Punkte, Erklärungen oder Warnungen nicht verschleiern, abschwächen oder unverständlich machen.
- Werden im Rahmen der Information Wertpapierdienstleistungen, Nebendienstleistungen, Finanzinstrumente oder Personen, die Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen erbringen,

¹⁶⁸ CESR/05-024c, Explanatory text zu Art. 19 Abs. 2, Abs. 2

¹⁶⁹ Working Document ESC/23/2005-rev2, Fn. 8

¹⁷⁰ Auch der Name der Wertpapierfirma soll gem. Art. 27 Abs. 2 Unterabsatz 1 DurchRiLiV zu diesen Informationen gehören.

verglichen, soll gem. Art. 27 Abs. 3 DurchRiLiV erstens der Vergleich aussagekräftig sein und in einer redlichen und ausgewogenen Weise dargestellt werden, sollen zweitens die für den Vergleich herangezogenen Informationsquellen angegeben werden, und drittens die für den Vergleich herangezogenen wesentlichen Fakten und Hypothesen angegeben werden.

- Enthalten die Informationen eine Angabe zur früheren Wertentwicklung eines Finanzinstruments oder einer Wertpapierdienstleistung, soll gem. Art. 27 Abs. 4 DurchRiLiV erstens die betreffende Angabe nicht im Vordergrund dieser Mitteilung stehen, sollen zweitens geeignete Angaben zur Wertentwicklung enthalten sein, die sich auf die unmittelbar vorausgehenden fünf Jahre oder – wenn das Finanzinstrument seit weniger als fünf Jahren angeboten wird – auf den gesamten Zeitraum, mindestens aber ein Jahr, oder aber auf einen von der Wertpapierfirma bestimmten längeren Zeitraum beziehen, wobei in jedem Fall vollständige Zwölfmonatszeiträume heranzuziehen sind, soll drittens der Bezugszeitraum und die Informationsquelle eindeutig angegeben werden, soll viertens eine deutliche Warnung dahingehend enthalten sein, dass sich die Zahlenangaben auf die Vergangenheit beziehen und dass die frühere Wertentwicklung kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse ist, soll fünftens, wenn sich die Angabe auf eine andere Währung stützt als die des Mitgliedstaats, in dem der (potentielle) Kleinanleger ansässig ist, die Währung eindeutig angegeben werden und eine Warnung dahingehend angebracht werden, dass die Rendite infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen kann, und soll sechstens, wenn die Angabe auf der Bruttowertentwicklung beruht, die Auswirkung von Provisionen, Gebühren oder anderen Kosten angegeben werden.
- Enthalten die Informationen eine Angabe zu einer simulierten früheren Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Finanzindex' oder einer Wertpapierdienstleistung, oder nehmen sie auf eine solche Simulation Bezug, soll gem. Art. 27 Abs. 5 DurchRiLiV erstens die simulierte frühere Wertentwicklung auf der tatsächlichen früheren Wertentwicklung mindestens eines Finanzinstruments, eines Finanzindex' oder einer Wertpapierdienstleistung beruhen, die mit dem betreffenden

Finanzinstrument übereinstimmen oder diesem zugrunde liegen, sollen zweitens in Bezug auf die tatsächliche frühere Wertentwicklung die Bedingungen gem. Art. 27 Abs. 4 DurchRiLiV erfüllt werden und soll drittens eine deutliche Warnung dahingehend enthalten sein, dass sich die Zahlenangaben auf eine simulierte frühere Wertentwicklung beziehen.

- Enthalten die Informationen Angaben zur künftigen Wertentwicklung, sollen sie gem. Art. 27 Abs. 6 DurchRiLiV erstens nicht auf simulierter früherer Wertentwicklung beruhen oder auf eine solche Simulation Bezug nehmen, sollen sie zweitens auf angemessenen, durch objektive Daten gestützten Annahmen beruhen, sollen sie drittens auf der Nettowertentwicklung beruhen oder zumindest eine eindeutige Angabe derselben enthalten und sollen sie viertens eine deutliche Warnung dahingehend enthalten, dass derartige Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind.
- Beziehen sich die Informationen auf eine bestimmte steuerliche Behandlung, sollen sie gem. Art. 27 Abs. 7 DurchRiLiV deutlich angeben, dass diese von der Situation des jeweiligen Kunden abhängt.
- Die Information soll gem. Art. 27 Abs. 8 DurchRiLiV den Namen einer zuständigen Behörde nicht in einer Weise benutzen, die andeuten oder nahe legen würde, dass die Produkte oder Dienstleistungen der Wertpapierfirma von der betreffenden Behörde gutgeheißen oder genehmigt werden.

Diese Bedingungen sollen auf Mitteilungen für Kleinanleger in einer Weise angewandt werden, die unter Berücksichtigung beispielsweise des Kommunikationsmittels und der Information, die den (potentiellen) Kunden vermittelt werden soll, angemessen und verhältnismäßig ist. Insbesondere wäre es nicht angebracht, oben genannte Bedingungen auf Marketing-Mitteilungen anzuwenden, die nur den Namen der Firma und/oder ein Logo oder ein anderes mit der Firma zusammenhängendes Bild und/oder eine Kontaktadresse und/oder Angaben zur Art der von der Firma erbrachten Wertpapierdienstleistungen oder zu ihren Gebühren und Provisionen enthalten.¹⁷¹

¹⁷¹ Erwägungsgrund 41 DurchRiLiV, ähnlich bereits Working Document ESC/23/2005-rev2, Fn. 9

Erwägungsgrund 39 DurchRiLiV stellt ausdrücklich fest, dass keine Pflicht der zuständigen Behörden statuiert wird, den Inhalt und die Form von Marketing-Mitteilungen zu genehmigen, allerdings sollen sie auch nicht daran gehindert sein, soweit eine solche Vorabgenehmigung nur auf die Einhaltung der Anforderungen der MIFID gestützt wird, dass Marketing-Mitteilungen redlich, eindeutig und nicht irreführend sein müssen.¹⁷²

Eine Information sollte dann als irreführend angesehen werden, wenn sie den Adressaten oder eine Person, die sie möglicherweise berücksichtigt, irreführen kann, unabhängig davon, ob die Person, die die Information übermittelt, sie für irreführend hält oder die Irreführung beabsichtigt.¹⁷³ Die Beurteilung einer Information als irreführend oder nicht erfolgt also aus der Sicht des die Information Erhaltenden. Nicht maßgebend ist die Sicht des die Information Erteilenden, ebenso wenig seine Absicht.

b) Erkennbarkeit von Marketing-Mitteilungen

Zur Frage, wann Marketing-Mitteilungen *eindeutig als solche erkennbar* sind, nimmt der Durchführungsrichtlinienvorschlag keine Stellung.

Nachdem Marketing-Mitteilungen nach dem Wortlaut des Art. 19 Abs. 2 Satz 2 MIFID nicht nur erkennbar, sondern eindeutig erkennbar sein müssen, ist zu fordern, dass sich auf diesen Mitteilungen deutlich lesbar der Begriff Marketing-Mitteilungen findet, beispielsweise als Überschrift, oder am oberen Blattrand.

IV. Die Informationspflicht des Art. 19 Abs. 3 MIFID

Art. 19 Abs. 3 MIFID:

„Kunden und potenziellen Kunden sind in verständlicher Form angemessene Informationen zur Verfügung zu stellen über

- die Wertpapierfirma und ihre Dienstleistungen,
- Finanzinstrumente und vorgeschlagene Anlagestrategien; dies sollte auch geeignete Leitlinien und Warnhinweise zu den mit einer Anlage in

¹⁷² ähnlich bereits Working Document ESC/23/2005-rev2, Fn. 10

¹⁷³ Erwägungsgrund 42 DurchRiLiV

diese Finanzinstrumente oder mit diesen Anlagestrategien verbundenen Risiken umfassen,

- Ausführungsplätze und
- Kosten und Nebenkosten,

so dass sie nach vernünftigem Ermessen die genaue Art und die Risiken der Wertpapierdienstleistungen und des speziellen Typs von Finanzinstrument, der ihnen angeboten wird, verstehen können und somit auf informierter Grundlage Anlageentscheidungen treffen können. Diese Informationen können in standardisierter Form zur Verfügung gestellt werden.“

1. Inhalt der Informationspflicht

a) Angemessene Informationen über die Wertpapierfirma und ihre Dienstleistungen, Art. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 1 MIFID

(a) Allgemeine Informationen über die Wertpapierfirma

In Bezug auf die Verpflichtung der Wertpapierfirma gem. Art. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 1 MIFID, den (potentiellen) Kunden „*angemessene Informationen über die Wertpapierfirma*“¹⁷⁴ zur Verfügung zu stellen, sieht Art. 30 Abs. 1 DurchRiLiV vor, dass (potentiellen) Kleinanlegern die folgenden allgemeinen Informationen, soweit relevant, zu übermitteln sind:

- Name und Anschrift der Wertpapierfirma sowie Angaben die dem Kunden eine wirksame Kommunikation mit der Firma ermöglichen¹⁷⁵;

¹⁷⁴ Vgl. den CESR-Vorschlag, CESR/05-024c, Box 9 Nr. 7, zum Begriff

„angemessene Informationen über die Wertpapierfirma“.

¹⁷⁵ Mit der Verpflichtung, dem Kunden die notwendigen Angaben zu geben, um eine wirksame Kommunikation mit der Firma zu ermöglichen, möchte die Kommission eine flexible Regelung schaffen, die alle notwendigen Informationen in verschiedenen Situationen erfasst, siehe Annex to Working Dokument ESC/24/2005, Comparative Table CESR - Commission's document vom 11.7.2005, S. 2, Advice on Article 19 (3) Box 9, Information about the investment firm and methods of redress, Comment Abs. 1. Die Kommission weicht damit teilweise vom CESR-Vorschlag, CESR/05-024c, Box 9 Nr. 7 Buchstabe c, ab, der detailliertere Regelungen hierzu vorsah, wie

- Sprachen, in der der Kunde mit der Wertpapierfirma kommunizieren und Dokumente sowie andere Informationen von der Firma erhalten kann;
- Kommunikationsmittel, die zwischen der Wertpapierfirma und dem Kunden zu verwenden sind und, soweit relevant, Kommunikationsmittel zur Übermittlung und zum Empfang von Aufträgen;
- Hinweis darauf, dass die Wertpapierfirma zugelassen ist, samt Angabe von Name und die Adresse der zuständigen Behörde, die die Zulassung erteilt hat;
- gegebenenfalls Hinweis darauf, dass die Firma über einen vertraglich gebundenen Vermittler handelt, samt Angabe des Mitgliedstaates, in dem dieser Vermittler registriert ist;
- Art, Häufigkeit und Zeitplan der Berichte über die erbrachten Dienstleistung, die die Wertpapierfirma dem Kunden gem. Art. 19 Abs. 8 MIFID zu übermitteln hat;
- falls die Wertpapierfirma Kundenfinanzinstrumente oder Kundengelder hält, eine kurze Beschreibung der Maßnahmen, die die Wertpapierfirma zu deren Schutz trifft, samt kurzer Angaben zu dem Anlegerentschädigungssystem und dem Einlagensicherungssystem, denen die Wertpapierfirma aufgrund ihrer Tätigkeit in einem Mitgliedstaat angeschlossen sein muss;
- Beschreibung, gegebenenfalls in Kurzform, der Strategie der Wertpapierfirma für den Umgang mit Interessenkonflikten gem. Art. 22 DurchRiLiV und auf Wunsch des Kunden Angabe weiterer Einzelheiten zu dieser Strategie auf einem dauerhaften Datenträger.

(b) Informationen über die Wertpapierfirma bei Portfolio-Management

Wenn Wertpapierfirmen die Dienstleistung des Portfolio-Managements erbringen, sollen sie gem. Art. 30 Abs. 2 DurchRiLiV eine angemessene Bewertungs- und Vergleichsmethode, etwa eine aussagekräftige Orientierungsgröße, festlegen, die auf der Grundlage der Anlageziele des

beispielsweise die Pflicht, den Kunden über die Telefonnummer der Wertpapierfirma zu informieren.

Kunden und der Art der im Kundenportfolio enthaltenen Finanzinstrumente beruht, damit der Kunde, für den die Dienstleistung erbracht wird, die Leistung der Wertpapierfirma bewerten kann. Für den Fall, dass Wertpapierfirmen die Erbringung von Portfolio-Management-Dienstleistungen (potentiellen) Kleinanlegern vorschlagen, sollen sie gem. Art. 30 Abs. 3 DurchRiLiV den Kunden, zusätzlich zu den allgemeinen Informationen gem. Art. 30 Abs. 1 DurchRiLiV, noch folgende Informationen übermitteln:

- Methode und Häufigkeit der Bewertung der Finanzinstrumente im Portfolio des Kunden;
- Einzelheiten zur etwaigen Zulässigkeit einer Delegation der Vollmachtsverwaltung aller oder eines Teils der Finanzinstrumente oder Gelder im Portfolio des Kunden;
- Orientierungsgröße, anhand deren die Wertentwicklung des Kundenportfolios verglichen werden kann;
- Art der Finanzinstrumente, die in das Portfolio des Kunden aufgenommen werden können, und Art der Geschäfte, die mit diesen Instrumenten ausgeführt werden können, samt Angabe etwaiger Einschränkungen;¹⁷⁶
- Management-Ziele, bei der Ausübung des Ermessens durch den Manager zu beachtendes Risikoniveau und etwaige spezifische Einschränkungen dieses Ermessens.

(c) Informationen über die Dienstleistungen der Wertpapierfirma

In Bezug auf angemessene Informationen über die Dienstleistungen der Wertpapierfirma hält die Kommission es für unnötig, eine diesbezügliche

¹⁷⁶ Diese Informationen über die Art von Finanzinstrumenten und die Art von Geschäften sollen zudem gesonderte Angaben dazu enthalten, ob es der Wertpapierfirma gestattet ist in Finanzinstrumente, die nicht zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, in Derivate, oder in illiquide oder hochvolatile Instrumente zu investieren, oder ob sie Leerverkäufe, Käufe mit geliehenen Mitteln, Wertpapierfinanzierungsgeschäfte oder sonstige Geschäfte tätigen darf, die Einschusszahlungen, die Einlage von Sicherheiten oder Wechselkursrisiken umfassen, Erwägungsgrund 46 DurchRiLiV; ähnlich bereits Working Document ESC/23/2005-rev2, Fn. 15

Verpflichtung in die Durchführungsmaßnahmen aufzunehmen, da die MIFID dies bereits ausdrücklich fest schreibt.¹⁷⁷ CESR hatte hierzu vorgeschlagen, die Firma müsse ihr Hauptgeschäftsfeld benennen¹⁷⁸, sowie eine allgemeine Beschreibung der von ihr angebotenen Dienstleistungen und der Typen von Instrumenten, auf die sich diese Dienstleistungen beziehen¹⁷⁹. Hier ist der Kommission zuzustimmen, dass die CESR-Vorschläge zur Verpflichtung des Art. 19 Abs. 3 Satz 1 Spiegelstrich 1 MIFID, wonach die Wertpapierfirma über ihre Dienstleistungen zu informieren hat, keine Durchführungsmaßnahmen, sondern lediglich eine Wiederholung der bereits in Stufe 1 geregelten Verpflichtung darstellen und somit unnötig sind.

b) Angemessene Informationen über Finanzinstrumente, Art. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 2 MIFID

(a) Pflichteninhalt allgemein

Gem. Art. 31 Abs. 1 DurchRiLiV¹⁸⁰ sollen Wertpapierfirmen (potentiellen) Kunden eine allgemeine Beschreibung der Art und der Risiken der Finanzinstrumente übermitteln, die insbesondere der Einstufung des Kunden als Kleinanleger oder professioneller Kunde Rechnung trägt. Die Beschreibung muss die Wesensmerkmale der betroffenen Art von Finanzinstrument sowie die damit verbundenen spezifischen Risiken ausreichend detailliert erläutern. Die Beschreibung der Risiken soll gem. Art. 31 Abs. 2 DurchRiLiV, soweit für die betreffende Art von Instrument sowie den Status und den Kenntnisstand des Kunden relevant, sich auf folgende Punkte erstrecken:

¹⁷⁷ Annex to Working Document ESC/24/2005, Comparative Table CESR Commission's document vom 11.7.2005, S. 2, Advice on Article 19 (3) Box 9, Information about the investment firm and methods of redress, Comment Abs. 2

¹⁷⁸ CESR/05-024c, Box 9 Nr. 7 Buchstabe a Alt. 2

¹⁷⁹ CESR/05-024c, Box 9 Nr. 7 Buchstabe f

¹⁸⁰ vgl. hierzu auch die von CESR vorgeschlagenen Durchführungsmaßnahmen in Bezug angemessene Informationen zu Finanzinstrumenten, CESR/05-024c, Box 9 Nr. 8; Art. 6 Abs. 1 des zweiten überarbeiteten Arbeitsdokuments der Kommission

- mit Instrumenten der betreffenden Art einhergehende Risiken, einschließlich einer Erläuterung der Hebelwirkung und ihrer Effekte, und Risiko des Verlusts der gesamten Anlage;
- Volatilität des Kurses der betreffenden Instrumente und etwaige Beschränkungen des für derlei Instrumente verfügbaren Marktes;
- Erläuterung der Tatsache, dass jeder Anleger aufgrund von Geschäften mit den betreffenden Instrumenten möglicherweise finanzielle oder sonstige Verpflichtungen einschließlich Eventualverbindlichkeiten übernehmen muss, die zu den Kosten für den Erwerb der Instrumente hinzukommen;
- etwaige Margenanforderungen oder ähnliche Verpflichtungen, die für Instrumente der betreffenden Art gelten.

Mitgliedstaaten können hierzu den genauen Wortlaut bzw. den Inhalt der Risikobeschreibung festlegen. Wenn ein Finanzinstrument aus mindestens zwei verschiedenen Finanzinstrumenten oder Finanzdienstleistungen zusammengesetzt ist, und wenn die Risiken eines solchen zusammengesetzten Produkts wahrscheinlich größer als die Risiken eines jeden Teilinstruments sind, dann soll die Wertpapierfirma eine angemessene Beschreibung der einzelnen Bestandteile des zusammengesetzten Produkts, ebenso wie der Art und Weise geben, in der sich diese Bestandteile gegenseitig beeinflussen, Art. 31 Abs. 4 DurchRiLiV.¹⁸¹

In Bezug auf Instrumente, die eine Garantie durch einen Dritten beinhalten, sollen die Informationen über die Garantie gem. Art. 31 Abs. 5 DurchRiLiV ausreichende Details über den Garantiegeber und die Garantie enthalten, um dem (potentiellen) Kleinanleger eine angemessenen Bewertung der Garantie zu ermöglichen.

(b) Keine Pflicht zur Information über spezielle Risiken

Hervorzuheben ist, dass im Rahmen der Pflicht des Art. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 2 MIFID, angemessene Informationen über Finanzinstrumente zu

¹⁸¹ so bereits Working Document ESC/23/2005-rev2, Fn. 17

erteilen, nur über die allgemeinen Risiken eines Finanzinstruments zu informieren ist, nicht auch über dessen spezielle Risiken.

Die allgemeinen Risiken eines Finanzinstruments sind die Risiken dieses Typs von Finanzinstrument. Am Beispiel des Finanzinstruments Aktie wäre als allgemeines Risiko also das Kursrisiko zu nennen. Allen Aktien wohnt das Risiko inne, dass der Börsenkurs sinkt, die Aktie an Wert verliert und nur zu einem Preis verkauft werden kann, der unter dem Kaufpreis liegt.

Im Gegensatz hierzu sind die speziellen Risiken eines Finanzinstruments die individuellen Risiken eines bestimmten Finanzinstruments, also beispielsweise das individuelle Risiko einer bestimmten Aktie. Hierunter würde also das Risiko der Aktie der Firma XY fallen, dass der Kurs dieser Aktie derzeit besonders gefährdet ist, weil es in der Wirtschaftspresse Gerüchte über möglicherweise (nach unten) zu berichtigende Bilanzen gibt.

Bereits nach dem Wortlaut des Art. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 2 MIFID besteht keine Verpflichtung der Wertpapierfirma, auch auf die speziellen Risiken eines Finanzinstruments hinzuweisen.¹⁸² Die Vorschrift sagt, dass den (potentiellen) Kunden angemessene Informationen über Finanzinstrumente zur Verfügung zu stellen sind, „so dass sie (...) *die Risiken (...) des speziellen Typs von Finanzinstrument*, der ihnen angeboten wird, verstehen können“. Durch die ihm erteilten Informationen soll der Kunden also in die Lage versetzt werden, *die Risiken des speziellen Typs von Finanzinstrument*, also die allgemeinen Risiken eines Finanzinstruments zu verstehen. Um die allgemeinen Risiken zu verstehen, benötigt der Kunde entsprechende Informationen hierüber, nicht notwendig ist es dagegen, ihn auch über spezielle Risiken zu informieren. Solche Informationen über spezielle Risiken sind zwar durchaus für eine Anlageentscheidung des Kunden von Bedeutung, sie sind allerdings nicht notwendig, um ihn in die Lage zu versetzen, die Risiken eines speziellen Typs von Finanzinstrument zu verstehen. Der Wortlaut des Art. 19 Abs. 3 MIFID stellt also auf die allgemeinen Risiken eines Finanzinstruments ab, nicht auf die individuellen Risiken eines bestimmten Finanzinstruments.

Das Ergebnis dieser Wortlautauslegung wird außerdem gestützt durch Art. 19 Abs. 3 Satz 2 MIFID, der es erlaubt, die Informationen in standardisierter Form

¹⁸² so auch *Mülbert*, Arbeitspapiere 2005, S. 8

zur Verfügung zu stellen. Sinn und Zweck dieser Regelung ist es, den Wertpapierfirmen die Erteilung der vielen von Art. 19 Abs. 3 Satz 1 MIFID geforderten Informationen zu erleichtern. Eine solche Erleichterung wird jedoch nur dann erreicht, wenn keine Verpflichtung besteht über die speziellen Risiken eines bestimmten Finanzinstruments zu informieren, sondern lediglich über die Risiken eines Typs von Finanzinstrument. Informationen über individuelle Risiken eines bestimmten Finanzinstruments sind ihrer Natur nach aktuelle und zeitlich nur begrenzt relevante Informationen, die schwerlich standardisiert erbracht werden können, denn die standardisierte Form der Informationserteilung setzt voraus, dass diese Informationen allgemein und langfristig gültig sind. Nimmt man die Möglichkeit, die gem. Art. 19 Abs. 3 MIFID erforderlichen Informationen auch in standardisierter Form erbringen zu können, ernst, dann verbietet sich das Verlangen von individuellen Risikoinformationen.¹⁸³

Auch ein Blick auf das Gesetzgebungsverfahren zeigt, dass Art. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 2 MIFID nur die allgemeinen Risikoinformationen meint. Art. 19 Abs. 3 MIFID entstand aus Art. 18 Abs. 6 des Richtlinienvorschlags¹⁸⁴, der folgenden Wortlaut hatte: *„Den Kunden sind zudem Leitlinien und Warnungen vor mit Anlagen in bestimmte Instrumente oder Anlagestrategien verbundene Risiken zukommen zu lassen, (...)“*. Gem. Art. 18 Abs. 6 des Richtlinienvorschlags sind die Kunden also über die Risiken bestimmter Instrumente zu informieren. Diese Formulierung ist vom Wortlaut her nicht eindeutig. Unter den Risiken bestimmter Instrumente könnte man sowohl allgemeine, wie auch spezielle Risiken eines Instruments verstehen. Art. 19 Abs. 3 MIFID dagegen spricht explizit von den Risiken des „speziellen Typs von Finanzinstrument“, wählt also im Gegensatz zu Art. 18 Abs. 6 des Richtlinienvorschlags eine klarere Formulierung. Diese Änderung des Wortlauts zeigt, dass die Formulierung des Art. 19 Abs. 3 Satz 2 MIFID ganz

¹⁸³ im Ergebnis ebenso: *Mülbert*, Arbeitspapiere 2005, S. 8

¹⁸⁴ Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte und zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, KOM (2002) 625 endg., abgedruckt in: ZBB 2002, 518

bewusst gewählt wurde, weil nur eine Risikoaufklärung bzgl. des Typs von Finanzinstrument gewollt ist.¹⁸⁵ Der Wortlaut stimmt also mit dem Willen des Gesetzgebers überein.

Im Ergebnis bleibt also festzustellen, dass die Informationspflicht des Art. 19 Abs. 3 MIFID nicht hinsichtlich spezieller Risiken eines bestimmten Finanzinstruments besteht, sondern nur bzgl. der allgemeinen Risiken eines bestimmten Typs von Finanzinstrument.

c) Angemessene Informationen über Ausführungsplätze, Art. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 3 MIFID

Was die angemessenen Informationen über Ausführungsplätze angeht, so sieht die Kommission hierzu keine Durchführungsmaßnahmen vor.¹⁸⁶ Unter diesem Punkt werden die Wertpapierfirmen ihren Kunden also lediglich die Ausführungsplätze benennen, auf denen sie handeln. Eventuell ist der Kunde auch über die wesentlichen Unterschiede der verschiedenen Ausführungsplätze zu informieren.

d) Angemessene Informationen über Kosten und Nebenkosten, Art. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 4 MIFID

Soweit es um angemessene Informationen über Kosten und Nebenkosten geht, sieht Art. 33 DurchRiLiV vor, dass dem (potentiellen) Kleinanleger folgende Informationen, soweit relevant, zu erteilen sind:

- Gesamtpreis, den der Kunde im Zusammenhang mit dem Finanzinstrument oder der Wertpapierdienstleistung oder Nebendienstleistung zu zahlen hat, einschließlich aller damit verbundenen Gebühren, Provisionen, Kosten und Auslagen, sowie aller Steuern, die

¹⁸⁵ Vgl. *Maurenbrecher*, AJP/PJA 2005, S. 30, Fn. 113, der den Wortlaut des Art. 19 Abs. 3 MIFID für unklar hält, aber aufgrund des Vergleichs mit Art. 18 Abs. 6 des Richtlinienvorschlags zu dem Ergebnis kommt, dass nur bzgl. der allgemeinen Risiken zu informieren sei.

¹⁸⁶ Auch der CESR-Vorschlag, CESR/05-024c, Box 9, enthielt hierzu keine Vorschriften.

über die Wertpapierfirma zu entrichten sind oder, wenn die Angabe eines genauen Preises nicht möglich ist, die Berechnungsgrundlagen dafür, damit der Kunde diesen überprüfen kann; für den Fall, dass ein Teil des Preises in einer Fremdwährung zu zahlen ist oder für einen Betrag in einer Fremdwährung steht, die betreffende Währung und den anzuwendenden Wechselkurs und die damit verbundenen Kosten;

- Hinweis auf die Möglichkeit, dass dem Kunden aus Geschäften in Zusammenhang mit dem Finanzinstrument oder der Wertpapierdienstleistung noch weitere Kosten und Steuern entstehen können, die nicht über die Wertpapierfirma gezahlt oder von ihr in Rechnung gestellt werden;
- Vereinbarungen über die Zahlung oder sonstige Leistungen.

Gem. Erwägungsgrund 48 DurchRiLiV sind Zahlungsvereinbarungen im Allgemeinen dann relevant, wenn ein Vertrag über ein Finanzinstrument durch Barabrechnung beendet wird. Leistungsvereinbarungen sind im Allgemeinen dann relevant, wenn bei Beendigung des Vertrags ein Finanzinstrument die Lieferung von Anteilen, Schuldverschreibungen, Optionsscheinen, ungeprägtem Gold oder anderen Instruments oder Waren erfordert.

2. Form der Informationserteilung

In Art. 19 Abs. 3 MIFID findet sich keine Regelung in Bezug auf die Form der Informationserteilung.

Art. 29 Abs. 2 DurchRiLiV sieht hierzu in Anlehnung an den CESR-Vorschlag¹⁸⁷ vor, dass eine Wertpapierfirma, wenn sie gegenüber einem (potentiellen) Kleinanleger handelt, die Informationen gem. Art. 30 – 33 DurchRiLiV, also die Informationen über die Wertpapierfirma und ihre Dienstleistungen, über Finanzinstrumente und über Kosten und Nebenkosten, dem (potentiellen) Kunden auf einem *dauerhaften Datenträger* übermittelt.

Der Begriff des dauerhaften Datenträgers ist definiert in Art. 2 Abs. 2 DurchRiLiV und umfasst jeden Träger, der es einem Kunden ermöglicht, an ihn persönlich gerichtete Informationen so zu speichern, dass sie für einen dem

¹⁸⁷ CESR/05-024c, Box 9 Nr. 1

Zweck dieser Information angemessenen Zeitraum konsultiert und unverändert reproduziert werden können. Gem. Art. 3 DurchRiLiV soll den Wertpapierfirmen erlaubt sein, Information die auf einem dauerhaften Datenträger zu erteilen ist auch über eine Website zur Verfügung zu stellen, vorausgesetzt es sind folgende Bedingungen erfüllt:

- die Person, der die Information zu erteilen ist, muss sich, wenn sie vor die Wahl gestellt wird, ob sie diese auf Papier oder einem anderen dauerhaften Datenträger oder über eine Website erhalten möchte, ausdrücklich für Letzteres entscheiden;
- die Adresse der Website sowie die Stelle, an der die Informationen auf dieser Website zu finden sind, müssen dieser Person mitgeteilt werden;
- die Informationen müssen auf dieser Website laufen abgefragt werden können und zwar über einen ausreichend langen Zeitraum, dessen Dauer gewährleistet, dass die Person, der die Informationen erteilt werden müssen, ausreichend Gelegenheit zu ihrer Prüfung und Reproduktion hat.

Als dauerhafter Datenträger im Sinne der Definition des Art. 2 Abs. 2 DurchRiLiV kommt neben einem Papier beispielsweise auch eine Diskette, eine CD-ROM, eine DVD oder die Festplatte des Kundencomputers in Betracht.¹⁸⁸ Die Website ist allerdings wegen der fehlenden Möglichkeit zur unveränderten Wiedergabe kein dauerhafter Datenträger, sie wird einem solchen nur unter oben genannten Bedingungen gleichgestellt.

3. Zeitpunkt der Informationserteilung

Art. 19 Abs. 3 MIFID enthält auch keine Vorgaben darüber, wann dem Kunden die Informationen zu erteilen sind.

a) Erstmalige Information des Kunden durch die Wertpapierfirma

Gem. Art. 29 Abs. 1 DurchRiLiV sollen einem (potentiellen) Kleinanleger *rechtzeitig*, d.h. bevor er durch irgend einen Vertrag über die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen gebunden ist oder

¹⁸⁸ vgl. CESR/05-024c, Box 1 Nr. 23

bevor die betreffenden Dienstleistungen erbracht werden – je nachdem, welcher Zeitpunkt früher liegt –, der Wortlaut des betreffenden Vertrags und die gem. Art. 30 DurchRiLiV erforderlichen Informationen über den betreffenden Vertrag oder die betreffende Wertpapierdienstleistung oder Nebendienstleistung übermittelt werden. Die gem. Art. 30 – 33 DurchRiLiV erforderlichen Informationen sind den (potentiellen) Kleinanlegern gem. Art. 29 Abs. 2 DurchRiLiV *rechtzeitig* vor der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen zu erteilen.

(a) Unterscheidung des Anwendungsbereichs von Art. 29 Abs. 1 DurchRiLiV und Art. 29 Abs. 2 DurchRiLiV

Nach dem Wortlaut des Art. 29 Abs. 1 DurchRiLiV sind von dieser Vorschrift (neben dem Wortlaut des Vertrages) nur *die gem. Art. 30 DurchRiLiV erforderlichen Informationen über den betreffenden Vertrag oder die betreffende Wertpapierdienstleistung oder Nebendienstleistung* erfasst. Art. 29 Abs. 2 DurchRiLiV erfasst dagegen seinem Wortlaut nach *die Informationen gem. Art. 30 – 33 DurchRiLiV*. Der Wortlaut der beiden Vorschriften deutet also an, dass nur bestimmte Informationen gem. Art. 30 DurchRiLiV, nämlich solche über den betreffenden Vertrag oder die betreffende Wertpapierdienstleistung oder Nebendienstleistung, von Art. 29 Abs. 1 DurchRiLiV erfasst sind. Art. 29 Abs. 2 DurchRiLiV würde dann entweder die anderen Informationen gem. Art. 30 DurchRiLiV erfassen, die nicht von Art. 29 Abs. 1 DurchRiLiV erfasst sind, oder nochmals sämtliche Informationen gem. Art. 30 DurchRiLiV. Dieses Verständnis der Art. 29 Abs. 1 und Abs. 2 DurchRiLiV entspricht allerdings - unabhängig vom Sinn und Zweck einer solchen Auslegung – nicht dem Willen der Kommission. Diese wollte, dass bestimmte allgemeine Informationen über die Wertpapierfirma und ihre Dienstleistungen (wie sie in Art. 30 DurchRiLiV spezifiziert sind) vor einer vertraglichen Bindung des Kunden oder vor der Dienstleistungserbringung – je nachdem welcher Zeitpunkt früher liegt – zu übermitteln sind. Dagegen seien andere Informationen – Informationen die gem. Art. 31 – 33 DurchRiLiV zu erteilen sind – für die jeweilige Dienstleistung relevanter und sollten daher rechtzeitig

vor Erbringung dieser Dienstleistung erteilt werden.¹⁸⁹ Eine solche Auslegung wird auch dem Sinn und Zweck der Art. 29 Abs. 1 und 2 DurchRiLiV gerechter. Die Informationen gem. Art. 30 DurchRiLiV sind allgemeine Informationen über die Wertpapierfirma, die dem Kunden in erster Linie bei der Entscheidung helfen, ob diese Wertpapierfirma für ihn der richtige Vertragspartner ist. Beispielsweise hilft die Information, in welchen Sprachen mit der Wertpapierfirma kommuniziert werden kann zu entscheiden, ob diese Wertpapierfirma sprachlich als Vertragspartner in Betracht kommt, oder ob der Kunde nur per Dolmetscher mit ihr kommunizieren könnte. Ebenso die Information über mögliche Kommunikationsmittel. Steht hier nur das Internet als Kommunikationsmittel zur Verfügung, so ist die Wertpapierfirma nur für einen Kunden mit Internetzugang ein geeigneter Vertragspartner. All diese Informationen sollte der Kunde vor Abschluss eines Vertrages mit einer Wertpapierfirma wissen. Nach Vertragsschluss helfen ihm diese Informationen nur bedingt. Dagegen stehen die Informationen gem. Art. 31 – 33 DurchRiLiV, das sind solche über Finanzinstrumente sowie über Kosten und Nebenkosten, mit der jeweiligen Dienstleistung in direktem Zusammenhang und sind nicht unbedingt zu Beginn einer vertraglichen Beziehung zu einer bestimmten Wertpapierfirma notwendig.

Art. 29 Abs. 1 DurchRiLiV erfasst also sämtliche in Art. 30 DurchRiLiV genannten Informationen, während bei Art. 29 Abs. 2 DurchRiLiV von einem Redaktionsversehen auszugehen ist und hier nur die Informationen gem. Art. 31 – 33 DurchRiLiV erfasst sind.

(b) Auslegung des Begriffs „rechtzeitig“

Um festzustellen, was die *rechtzeitige* Erteilung einer Information vor einem der oben genannten Zeitpunkte ausmacht, soll eine Wertpapierfirma gem. Erwägungsgrund 43 DurchRiLiV¹⁹⁰ unter Berücksichtigung der Dringlichkeit der Situation und der Zeit, die der Kunde für die Aufnahme der betreffenden Information und die Reaktion darauf benötigt, dem Umstand Rechnung tragen,

¹⁸⁹ Background Information (Fn. 139) 7.4.3. Abs. 1

¹⁹⁰ vgl. Working Document ESC/23/2005-rev2, Fn. 12, Anmerkung 1

dass der Kunde genügend Zeit benötigt, um die Information zu lesen und zu verstehen, bevor er eine Anlageentscheidung trifft. Ein Kunde benötigt wahrscheinlich weniger Zeit für die Überprüfung einer Information über ein Produkt oder eine Dienstleistung mit einfachen oder standardisierten Merkmalen oder über ein Produkt oder eine Dienstleistung, das bzw. die er bereits zuvor einmal erworben hat, als für ein komplexeres oder weniger vertrautes Produkt oder eine entsprechende Dienstleistung. Allerdings sollen Wertpapierfirmen nicht verpflichtet sein, alle erforderlichen Informationen über die Wertpapierfirma, über Finanzinstrumente und über Kosten und Nebenkosten unverzüglich und gleichzeitig zur Verfügung zu stellen, wenn sie der allgemeinen Verpflichtung genügen, die einschlägigen Informationen rechtzeitig vor den oben genannten Zeitpunkten zur Verfügung zu stellen. Die Informationen sollen entweder gesondert als Teil einer Marketing-Mitteilung oder durch Aufnahme in den Vertrag mit dem Kunden übermittelt werden können. Dies soll klarstellen, dass Informationen zu jeder Zeit erteilt werden können, vorausgesetzt, sie werden rechtzeitig bevor die Wertpapierfirma mit der Erbringung der Wertpapierdienstleistung beginnt erteilt.¹⁹¹

(c) Ausnahmeregelung bei Fernkommunikationsmitteln

Eine Ausnahme von den oben genannten zeitlichen Anforderungen stellt Art. 29 Abs. 4 DurchRiLiV auf. Demnach dürfen die gem. Art. 29 Abs. 1 DurchRiLiV erforderlichen Informationen einem Kleinleger unmittelbar nach der Bindung durch einen Vertrag über die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen und die gem. Art. 29 Abs. 2 DurchRiLiV erforderlichen Informationen unmittelbar nach Beginn der Erbringung der Dienstleistung gegeben werden, wenn die Wertpapierfirma die in Art. 29 Abs. 1 und 2 DurchRiLiV genannten Fristen nicht einhalten konnte, weil der Vertrag auf Wunsch des Kunden unter Benutzung eines Fernkommunikationsmittels geschlossen wurde.

¹⁹¹ Annex to Working Document ESC/24/2005, Comparative Table CESR
Commission's document, Comments, S. 1

b) Informationserteilung bei wiederholter Dienstleistungserbringung

Weiter stellt sich die Frage, ob die Informationspflicht des Art. 19 Abs. 3 MIFID als periodische Informationspflicht zu verstehen ist, ob also die Informationen bei jeder Dienstleistung erneut zu erteilen sind, oder ob sie sich als nicht-periodische Informationspflicht darstellt, d.h. dass die Informationen unabhängig von dem einzelnen geschäftlichen Kontakt dem Kunden einmal erteilt werden müssen.¹⁹²

Versteht man Art. 19 Abs. 3 MIFID als Informationspflicht, die in engem Zusammenhang mit Art. 19 Abs. 4 bzw. Abs. 5 MIFID steht, also als Teil einer umfassenden Wohlverhaltenspflicht, die Information, Erkundigung und Kundenabstimmung beinhaltet, so muss man in Art. 19 Abs. 3 MIFID eine periodische Informationspflicht sehen, die bei jeder Dienstleistung neu entsteht.

Versteht man Art. 19 Abs. 3 MIFID dagegen als eigenständige und damit von der jeweiligen Dienstleistung unabhängige Informationspflicht, gelangt man zu einer nicht-periodischen, also einmaligen Informationspflicht.

Bei der Beantwortung dieser Frage ist zu unterscheiden zwischen den Informationen gem. Art. 30 DurchRiLiV, die dem Kunden gem. Art. 29 Abs. 1 DurchRiLiV rechtzeitig vor Vertragsbindung bzw. Dienstleistungserbringung zu erteilen sind, und den Informationen gem. Art. 31 – 33 DurchRiLiV, die gem. Art. 29 Abs. 2 DurchRiLiV rechtzeitig vor Dienstleistungserbringung zu erteilen sind.

Die allgemeinen Informationen über die Wertpapierfirma und ihre Dienstleistungen gem. Art. 30 DurchRiLiV sind dem Kunden vor jeder neuen vertraglichen Beziehung zu übermitteln, denn sie sind wie der Wortlaut des Vertrags Grundlage dieser einen Vertragsbeziehung. Bei einer neuen Vertragsbeziehung sind die Informationen erneut zu erteilen, auch wenn sich die Informationen mit früher erteilten Informationen decken, denn nur dann ist klar, welchem Vertrag welche Informationen zu Grunde liegen. Bei Abschluss eines Rahmenvertrags, der die Erbringung mehrerer Dienstleistungen erfasst,

¹⁹² zur Verwendung der Begriffe “periodische” und “nicht-periodische”

Informationspflicht vgl. *Mülbert*, Arbeitspapiere 2005, S. 6

reicht die Erteilung der Informationen gem. Art. 30 DurchRiLiV vor Vertragsabschluss aus, es ist nicht erforderlich vor jeder Dienstleistung zu informieren.

Bei den Informationen über Finanzinstrumente sowie über Kosten und Nebenkosten ist der Wortlaut des Art. 29 Abs. 2 DurchRiLiV, wonach die Informationen *rechtzeitig vor Dienstleistungserbringung* zu übermitteln sind, nicht eindeutig. Er kann zum einen so verstanden werden, dass es nur darauf ankommt, dass die Informationen ausreichende Zeit vorher übermittelt werden, es also nur eine zu späte und keine zu frühe Informationserteilung geben könnte, andererseits kann man auch einen gewissen Bezug zur jeweiligen Dienstleistungserbringung herauslesen, so dass der Ausdruck „*rechtzeitig vor Dienstleistungserbringung*“ i.S.v. „angemessene Zeit vor Dienstleistungserbringung“ verstanden werden könnte.

Nach dem CESR-Vorschlag¹⁹³ sollte die Informationspflicht gem. Art. 19 Abs. 3 MIFID als von der Wertpapierfirma erfüllt angesehen werden, wenn dem Kunden die Informationen bereits bei einer früheren Gelegenheit gegeben wurden und diese Informationen noch immer gültig sind. Im Durchführungsrichtlinienvorschlag findet sich keine entsprechende Aussage. Allerdings sagt Erwägungsgrund 45 DurchRiLiV¹⁹⁴, dass wenn eine Wertpapierfirma einem Kleinanleger Informationen vor der Erbringung einer Dienstleistung übermitteln muss, Geschäfte mit ein und derselben Art von Finanzinstrument nicht jeweils als neue oder andere Dienstleistung angesehen werden sollten. Damit wird ein klarer Bezug zur jeweiligen Dienstleistungserbringung hergestellt, so dass also grundsätzlich die Informationspflicht bei jeder Dienstleistungserbringung von neuem entsteht, es sich also um eine periodische Informationspflicht handelt.

Allerdings regelt Erwägungsgrund 45 DurchRiLiV bereits eine Ausnahme, nämlich dass gegenüber Kleinanlegern bei Geschäften mit ein und derselben Art von Finanzinstrument keine neue Dienstleistung vorliegt. Dies bedeutet also, dass keine neue Informationspflicht entsteht, die Informationspflicht bereits durch die Informationserteilung im Rahmen des vorherigen Geschäfts

¹⁹³ CESR/05-024c, Explanatory text zu Art. 19 Abs. 3 MIFID, Abs. 2 und Box 9, Nr. 2

¹⁹⁴ vgl. Working Document ESC/23/2005-rev2, Fn. 13

erfüllt wurde. Bei einem Geschäft mit einem neuen Finanzinstrument hingegen, ist die Informationspflicht des Art. 19 Abs. 3 MIFID erneut zu erfüllen.

Diese Regelung der Informationspflicht stellt einen angemessenen Ausgleich zwischen den verschiedenen Interessen dar:

Bei einem nicht-periodischen Verständnis der Informationspflicht des Art. 19 Abs. 3 MIFID wäre es für die Wertpapierfirmen deutlich leichter, diese zu erfüllen. Durch die Benutzung standardisierter Informationsbroschüren, die eine größere Bandbreite von Wertpapierdienstleistungen und Finanzinstrumenten abdecken, könnte die Wertpapierfirma bereits einen Großteil evt. erst später entstehender Informationspflichten abdecken., denn die Wertpapierfirma wäre dann nicht verpflichtet, einen Kunden erneut zu informieren, wenn sie Dienstleistungen bzgl. anderer Finanzinstrumente erbringt, die von der Broschüre mit umfasst sind, oder wenn sie eine andere Dienstleistung erbringt, die ebenfalls von der Broschüre erfasst ist.¹⁹⁵ Der Zeitraum zwischen Informationserteilung und neuem Kundenkontakt wäre hier egal, solange die Informationen immer noch aktuell sind.

Allerdings besteht hier die Gefahr, dass das Ziel des Art. 19 Abs. 3 MIFID, nämlich dass die Kunden „nach vernünftigen Ermessen die genaue Art und die Risiken der Wertpapierdienstleistungen und des speziellen Typs von Finanzinstrument, der ihnen angeboten wird, verstehen können und somit auf informierter Grundlage eine Anlageentscheidung treffen können“, nicht erfüllt wird. Denn inwieweit kann ein Kleinanleger als informiert genug gelten, um eine eigene Anlageentscheidung zu treffen, wenn ihm vor langer Zeit eine Informationsbroschüre überreicht wurde?¹⁹⁶ Erst recht stellt sich diese Frage, wenn er die Broschüre im Zusammenhang mit der Erbringung einer gänzlich anderen Wertpapierdienstleistung oder im Zusammenhang mit der Erbringung einer Dienstleistung bzgl. eines anderen Finanzinstruments erhielt.¹⁹⁷ Man kann nicht erwarten, dass ein Kunde früher erteilte Information auch bzgl. ihn zu diesem Zeitpunkt nicht interessierender Finanzinstrumente aufnahm, und

¹⁹⁵ vgl. Mülbart, Arbeitspapiere 2005, S. 6

¹⁹⁶ vgl. Mülbart, Arbeitspapiere 2005, S. 6 a.E.

¹⁹⁷ vgl. Mülbart, Arbeitspapiere 2005, S. 7

somit deren Art und Risiken kennt. Auch kann man nicht davon ausgehen, dass er die Broschüre noch immer besitzt und somit jederzeit nachlesen kann.

Hier findet die dargelegte Lösung einen sachgerechten Ausgleich. Nur Informationen, die dem Kunden bereits vorher in Bezug auf ein bestimmtes Geschäft erteilt wurden, werden als bekannt vorausgesetzt, so dass unnötige Doppelinformationen vermieden werden. Alle anderen Informationen, die nur nebenbei erteilt wurden, entfalten keine Wirkung für die Zukunft.

c) Änderungen von erteilten Informationen

Für den Fall, dass in Bezug auf Informationen, die gem. Art. 30 – 33 DurchRiLiV übermittelt wurden und die für eine Dienstleistung relevant sind, die die Wertpapierfirma für den betreffenden Kunden erbringt, wichtige Änderungen eintreten, sollen Wertpapierfirmen gem. Art. 29 Abs. 5 DurchRiLiV einem Kunden diese Änderungen *rechtzeitig* mitteilen. Die Mitteilung soll auf einem dauerhaften Datenträger erfolgen, falls die Information, die sie betrifft, auf einem dauerhaften Datenträger erteilt wurden. Der Begriff „*rechtzeitig*“ ist entsprechend den oben gemachten Ausführungen¹⁹⁸ zu interpretieren. Entscheidend ist also darauf abzustellen, dass dem Kunden ausreichend Zeit verbleibt, um die Informationen zu verstehen und darauf zu reagieren. Im Gegensatz zur erstmaligen Informationserteilung ist hier allerdings zu beachten, dass die Wertpapierfirma erst ab Eintritt der Änderung überhaupt die Möglichkeit zu entsprechender Information hat und zu diesem Zeitpunkt die Dienstleistungserbringung sich vielleicht schon im fortgeschrittenen Stadium befindet, so dass dem Kunden von daher nur ein kurzer Zeitraum zur Verfügung stehen kann.

4. Inhalt der Informationspflicht bei Marketing-Mitteilungen

Grundsätzlich sind die Wertpapierfirmen nicht verpflichtet, die in Art. 19 Abs. 3 MIFID genannten Informationen in Marketing-Mitteilungen zu integrieren, denn Art. 19 Abs. 3 MIFID ist nur bei der Erbringung von

¹⁹⁸ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.IV.3.a)

Wertpapierdienstleistungen und/oder gegebenenfalls Nebendienstleistungen anwendbar. Das Verbreiten von Marketing-Mitteilungen stellt aber weder eine Wertpapierdienstleistung, noch eine Nebendienstleistung dar.

Art. 29 Abs. 6 DurchRiLiV sieht aber vor, dass die in einer Marketing-Mitteilung enthaltenen Informationen mit den anderen Informationen im Einklang stehen, die die Firma den Kunden im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Nebendienstleistungen übermittelt.

Diese Forderung lässt sich rechtlich aus Art. 19 Abs. 2 MIFID herleiten, wonach Marketing-Mitteilungen ehrlich, redlich und nicht irreführend sein müssen. Marketing-Mitteilungen, die Informationen enthalten, die nicht übereinstimmen mit Informationen, die dem Kunden später bei der Erbringung von Dienstleistungen erteilt werden, können weder als ehrlich, noch als redlich oder nicht irreführend angesehen werden.

Außerdem soll eine Marketing-Mitteilung, die ein Angebot oder eine Einladung der nachfolgend genannten Art und Vorgaben für die Antwort oder ein Antwortformblatt enthält, gem. Art. 29 Abs. 7 DurchRiLiV auch die in Art. 30 – 33 DurchRiLiV genannten Informationen enthalten, soweit sie für das betreffende Angebot oder die betreffende Einladung relevant sind. Ein Angebot dieser Art ist ein solches, mit jeder Person, die die Mitteilung beantwortet, einen Vertrag über ein Finanzinstrument, eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung abzuschließen. Eine Einladung dieser Art ist eine solche zur Beantwortung der Mitteilung, um daraufhin jeder Person, die dies tut, ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über ein Finanzinstrument, eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung zu unterbreiten. Allerdings gilt dies nicht, wenn der potentielle Kleinanleger zur Beantwortung eines Angebots oder einer Einladung in der Marketing-Mitteilung ein oder mehrere andere Dokumente heranziehen muss, die – einzeln oder zusammen - die betreffenden Informationen enthalten.

In diesen Fällen kann die Marketing-Mitteilung als Teil einer Dienstleistungserbringung angesehen werden, so dass Art. 19 Abs. 3 MIFID, und damit auch die Art. 30 – 33 DurchRiLiV, auf diesem Weg Anwendung finden. Oben genannte Marketing-Mitteilungen erfordern keinen weiteren Kontakt zwischen dem Kunden und der Firma, bei dem die ausführliche Information möglich ist, denn allein das Antworten mittels Formular führt zum

Vertragsschluss bzw. zu einem den Kunden bindenden Angebot. Bei sonstigen Marketing-Mitteilungen ist ein weiterer Kontakt notwendig, um vertragliche Vereinbarungen zu treffen, bei dem dann auch Gelegenheit zur Information besteht.

5. Informationen für professionelle Kunden

Im Hinblick auf die von der MIFID geforderte Unterscheidung zwischen Kleinanlegern und professionellen Kunden möchte die Kommission, dass die Durchführungsmaßnahmen weniger strenge Informationspflichten für professionelle Kunden aufstellen als für Kleinanleger, denn professionelle Kunden sollten selbst in der Lage sein, die Informationen zu beschaffen, die sie für fundierte Entscheidungen benötigen, und die Wertpapierfirma gegebenenfalls um Übermittlung dieser Informationen zu bitten.¹⁹⁹ Entsprechend betreffen die meisten der oben genannten Vorschriften nur Informationen für Kleinanleger. Allerdings soll eine Wertpapierfirma gem. Art. 29 Abs. 8 DurchRiLiV einem professionellen Kunden auf dessen Wunsch hin alle Informationen, die sie gem. der MIFID oder gem. des Durchführungsrichtlinienvorschlags einem Kleinanleger übermitteln muss, auf einem dauerhaften Datenträger übermitteln.

V. Erkundigungspflicht und Geeignetheitstest bei Anlageberatung oder Portfolio-Management gem. Art. 19 Abs. 4 MIFID

Art. 19 Abs. 4 MIFID:

„Erbringt die Wertpapierfirma Anlageberatung oder Portfolio-Management, so holt sie die notwendigen Informationen über die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden oder potentiellen Kunden im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Produkttyp oder den speziellen Typ der Dienstleistung, seine finanziellen Verhältnisse und seine Anlageziele ein, um ihr zu ermöglichen, dem Kunden oder potenziellen Kunden für ihn geeignete Wertpapierdienstleistungen und Finanzinstrumente zu empfehlen.“

¹⁹⁹ Erwägungsgrund 40 DurchRiLiV, ebenso bereits Working Document ESC/23/2005-rev2, Fn. 8

1. Anwendungsbereich

Art. 19 Abs. 4 MIFID ist entsprechend seinem Wortlaut nur anwendbar auf die Finanzdienstleistungen Anlageberatung und Portfolio-Management.²⁰⁰

a) Portfolio-Management

Portfolio-Management ist nach der Begriffsbestimmung des Art. 4 Abs. 1 Nr. 9 MIFID *„die Verwaltung von Portfolios auf Einzelkundenbasis mit einem Ermessensspielraum im Rahmen eines Mandats des Kunden, sofern diese Portfolios ein oder mehrere Finanzinstrumente enthalten.“*

b) Anlageberatung

Der Begriff der Anlageberatung ist gem. Art. 4 Abs. 1 Nr. 4 MIFID definiert, als *„die Abgabe persönlicher Empfehlungen an einen Kunden entweder auf dessen Aufforderung oder auf Initiative der Wertpapierfirma, die sich auf ein oder mehrere Geschäfte mit Finanzinstrumenten bezieht.“*

Eine Empfehlung soll in diesem Zusammenhang nach Art. 52 Abs. 1 DurchRiLiV dann eine „persönlichen Empfehlung“ sein, wenn sie an eine Person in ihrer Eigenschaft als (potentieller) Anleger oder in ihrer Eigenschaft als Beauftragter eines (potentiellen) Anlegers gerichtet ist. Außerdem muss die betreffende Empfehlung gem. Art. 52 Abs. 2 DurchRiLiV als für die betreffende Person geeignet dargestellt werden oder auf eine Prüfung der Situation der betreffenden Person gestützt sein, und sie muss darauf abzielen, dass entweder ein Kauf, ein Verkauf, eine Zeichnung, ein Tausch, ein Rückkauf, ein Halten oder eine Übernahme eines bestimmten Finanzinstruments getätigt wird, oder eine Ausübung bzw. Nichtausübung eines mit einem bestimmten Finanzinstrument einhergehenden Rechts betreffend Kauf, Verkauf, Zeichnung, Tausch oder Rückkauf eines Finanzinstruments. Eine Empfehlung stellt gem. Art. 52 Abs. 3 DurchRiLiV

²⁰⁰ Hierauf weist auch Erwägungsgrund 51 DurchRiLiV nochmals ausdrücklich hin.

dann keine persönliche Empfehlung dar, wenn sie ausschließlich über die Informationskanäle oder für die Öffentlichkeit gegeben wird.

Eine Beratung in Bezug auf Finanzinstrumente, der in einer Zeitung, einer Zeitschrift, einem Magazin oder einer anderen Veröffentlichung (einschließlich Internet), im Fernsehen oder im Radio erfolgt, soll nicht als persönliche Empfehlung im Sinne der Definition von Anlageberatung in der MIFID angesehen werden, sofern Anlageberatung nicht der Hauptzweck der besagten Veröffentlichung oder Sendung ist.²⁰¹

Eine allgemeine Beratung in Bezug auf eine Art von Finanzinstrument stellt keine Anlageberatung i.S.d. MIFID, da der Durchführungsrichtlinienvorschlag bestimmt, dass nur die Beratung in Bezug auf bestimmte Finanzinstrumente als Anlageberatung i.S.d. MIFID gilt.²⁰² Das bedeutet, dass nur die Beratung in Bezug auf bestimmte Finanzinstrumente und nicht die Beratung in Bezug auf eine Art von Finanzinstrument dem Anwendungsbereich des Art. 19 Abs. 4 MIFID unterfällt, nur für sie gelten die dort geregelte Erkundigungspflicht und der Geeignetheitstest. Berät jedoch eine Wertpapierfirma einen Kunden allgemein in Bezug auf eine Art von Finanzinstrument, die sie als geeignet für diesen Kunden oder als auf eine Einschätzung seiner Situation gestützt dargestellt, und diese Beratung ist dem Kunden doch nicht angemessen oder stützt sich nicht auf eine Einschätzung seiner Situation, handelt die Wertpapierfirma je nach den Umständen des jeweiligen Falls unter Verstoß gegen Art. 19 Abs. 1 oder 2 MIFID. Insbesondere dürfte eine Wertpapierfirma mit einer derartigen Beratung eines Kunden gegen die Pflicht des Art. 19 Abs. 1 MIFID verstoßen, ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse der Kunden zu handeln. Zugleich oder alternativ dürfte eine solche Beratung gegen die Vorschrift des Art. 19 Abs. 2 MIFID verstoßen, dass Informationen, die eine Firma einem Kunden erteilt, redlich, eindeutig und nicht irreführend sein müssen.²⁰³

Die Erteilung einer allgemeinen Empfehlung (d.h. eine solche, die für die Informationskanäle oder die Öffentlichkeit bestimmt ist) in Bezug auf ein

²⁰¹ Erwägungsgrund 67 DurchRiLiV

²⁰² Erwägungsgrund 68 Satz 1 DurchRiLiV

²⁰³ Erwägungsgrund 68 Sätze 2 – 4 DurchRiLiV

Geschäft mit einem Finanzinstrument oder eine Art von Finanzinstrument stellt die Erbringung einer Nebendienstleistung gem. Anhang I Abschnitt B Spiegelstrich 5 MIFID (sonstige Empfehlung, die Finanzinstrumente betrifft) dar, weshalb folgerichtig die MIFID und ihr Schutz auf die Erteilung einer solchen Empfehlung Anwendung finden.²⁰⁴

2. Erkundigungspflicht

Die Erkundigungspflicht besteht hinsichtlich der *notwendigen Informationen über die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden oder potentiellen Kunden im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Produkttyp oder den speziellen Typ der Dienstleistung, seine finanziellen Verhältnisse und seine Anlageziele.*

Der Kunde ist also in drei Bereichen zu befragen, erstens hinsichtlich seiner Kenntnisse und Erfahrungen im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Produkttyp oder den speziellen Typ der Dienstleistung, zweitens hinsichtlich seiner finanziellen Verhältnisse und drittens hinsichtlich seiner Anlageziele.

a) Finanzielle Verhältnisse

Was die notwendigen Informationen über die finanziellen Verhältnisse des (potentiellen) Kunden betrifft, so soll die Wertpapierfirma sich gem. Art. 36 Abs. 3 DurchRiLiV - soweit relevant - nach Herkunft und Höhe seines regelmäßigen Einkommens, nach Vermögenswerten einschließlich der liquiden Vermögenswerte, nach Anlagen und Immobilienbesitz sowie nach den regelmäßigen finanziellen Verpflichtungen erkundigen.

b) Anlageziele

Gem. Art. 36 Abs. 4 DurchRiLiV sollen die notwendigen Informationen betreffend die Anlageziele des (potentiellen) Kunden - soweit relevant – Informationen über den Zeitraum, in dem der Kunde die Anlage zu halten

²⁰⁴ Erwägungsgrund 69 DurchRiLiV

gedenkt, seine Präferenzen hinsichtlich des einzugehenden Risikos, sein Risikoprofil und den Zweck der Anlage umfassen.

Zu dem Zweck, den ein Kunde mit einer Anlage verfolgen kann, zählen beispielsweise periodisches Einkommen, allgemeine oder spezifische Wachstumsziele und/oder Steueroptimierung.²⁰⁵

c) Kenntnisse und Erfahrungen

Außerdem sind die notwendigen Informationen über die Kenntnisse und Erfahrungen des (potentiellen) Kunden im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Produkttyp oder den speziellen Typ der Dienstleistung einzuholen. Hierzu zählen gem. Art. 38 Abs. 1 DurchRiLiV Informationen über Art der Dienstleistungen, Geschäfte und Finanzinstrumente, mit denen der Kunde vertraut ist, über Art, Umfang und Häufigkeit der Geschäfte des Kunden mit Finanzinstrumenten und Zeitraum, in dem sie getätigt worden sind, sowie über Bildungsstand, Beruf oder relevanten früheren Beruf des (potentiellen) Kunden. Diese Informationen sind in einem Umfang einzuholen, der Art des Kunden, Art und Umfang der zu erbringenden Dienstleistung und Art des in Betracht gezogenen Produkts oder Geschäfts unter Berücksichtigung der damit jeweils verbundenen Komplexität und Risiken angemessen ist.

d) Umfang der Erkundigungspflicht

Die Erkundigungspflicht des Art. 19 Abs. 4 MIFID erstreckt sich auf die *notwendigen* Informationen.

Damit stellt sich die Erkundigungspflicht nicht als starre Pflicht dar, bestimmte, genau bezeichnete Informationen über den Kunden zu erfragen, sondern als flexible, nur auf die notwendigen Informationen bezogene Pflicht.

Welche Informationen notwendig sind, dazu nimmt nur Art. 38 Abs. 1 DurchRiLiV in Bezug auf die Kenntnisse und Erfahrungen des (potentiellen) Kunden genauer Stellung. Art. 36 Abs. 3 und 4 DurchRiLiV sprechen in Bezug

²⁰⁵ vgl. CESR/05-290b, Box 1 Nr. 1 Buchstabe c

auf die finanziellen Verhältnisse und die Anlageziele des (potentiellen) Kunden nur von relevanten Informationen.

Der Umfang der Erkundigungspflicht ist damit von den Umständen des Einzelfalls abhängig. Erbringt die Wertpapierfirma z.B. umfassende Anlageberatung, die das gesamte Vermögen des Kunden betrifft, so besteht die Erkundigungspflicht in großem Umfang. Erstreckt sich die Anlageberatung dagegen nur auf eine relativ kleine Summe, sind weniger Informationen notwendig, um eine geeignete Anlage zu empfehlen.²⁰⁶

Auch eine Frage des Umfangs der Informationspflicht, ist die Frage, wie weit die Wertpapierfirma gehen muss, um die Informationen zu erhalten, also ob sie nicht nur den Kunden zu befragen hat, sondern etwa auch eigene Nachforschungen diesbezüglich anzustellen hat, um die Richtigkeit der vom Kunden erhaltenen Informationen zu überprüfen, oder um zusätzliche Informationen zu erhalten.

Nach dem Wortlaut des Art. 19 Abs. 4 MIFID hat die Wertpapierfirma die Informationen *einzuholen*. Mit diesem Begriff ließe sich sowohl eine bloße Erkundigungspflicht gegenüber dem Kunden vereinbaren, als auch eine Nachforschungspflicht der Wertpapierfirma.

Art. 38 Abs. 3 DurchRiLiV sieht hier vor, dass die Wertpapierfirma sich auf die Informationen, die sie von den (potentiellen) Kunden erhält, verlassen darf, es sei denn ihr ist bekannt oder es müsste ihr bekannt sein, dass die Informationen offensichtlich veraltet, unzutreffend oder unvollständig sind. Eine Nachforschungspflicht bei vorliegenden Informationen hinsichtlich deren Richtigkeit besteht also nicht.

Für den Fall, dass eine Wertpapierfirma bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Form der Anlageberatung oder des Portfolio-Managements die nach Art. 19 Abs. 4 MIFID benötigten Informationen nicht erhält, soll sie gem. Art. 36 Abs. 5 DurchRiLiV dem Kunden oder potentiellen Kunden keine Wertpapierdienstleistungen oder Finanzinstrumente empfehlen. Es besteht also auch hier keine Nachforschungspflicht der Wertpapierfirma, allerdings darf sie bei mangelnden Informationen keine Empfehlung

²⁰⁶ CESR/05-290b, Explanatory text zu Art. 19 Abs. 4 MIFID, Criteria for assessing the minimum level of information, Abs. 1

aussprechen, also die Dienstleistung der Anlageberatung nicht erbringen. In Bezug auf Portfolio-Management, wo keine Empfehlung ausgesprochen wird, ist dies als Verbot zu verstehen, Geschäfte für den Kunden zu tätigen, so dass auch die Dienstleistung des Portfolio-Managements nicht erbracht werden darf. Dies steht im Gegensatz zur Regelung der MIFID im Rahmen des Angemessenheitstests gem. Art. 19 Abs. 5 MIFID. Dort sieht Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 3 MIFID ausdrücklich vor, dass im Falle mangelnder Informationen der Kunde zu warnen ist, dass eine Beurteilung der Angemessenheit in einem solchen Fall unmöglich ist. Die Kommission vertritt im Gegensatz zu CESR²⁰⁷ die Auffassung, dass Art. 19 Abs. 4 MIFID keine gesetzliche Grundlage dafür biete, Anlageberatung oder Portfolio-Management ohne irgendwelche Informationen zu erbringen, denn ohne Informationen sind die Wertpapierfirmen nicht in der Lage, den (von Art. 19 Abs. 4 MIFID zwingend vorgeschriebenen) Geeignetheitstest durchzuführen.²⁰⁸ Dieser Ansicht der Kommission ist zuzustimmen. Nicht nur, dass Art. 19 Abs. 4 MIFID keine dem Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 3 MIFID entsprechende Regelung kennt, auch der Wortlaut der beiden Vorschriften bringt einen unterschiedlichen Ansatz zum Ausdruck. Während Art. 19 Abs. 4 MIFID von der Wertpapierfirma verlangt, die notwendigen Informationen *einzuholen*, heißt es in Art. 19 Abs. 5 MIFID, dass Wertpapierfirmen die Kunden um Angaben zu *bitten* haben. Die Verpflichtung, Informationen einzuholen, verlangt von der Wertpapierfirma deutlich mehr als die Verpflichtung, um Angaben zu bitten. Bei der Pflicht Informationen einzuholen steht das Ergebnis im Vordergrund, nämlich dass die Informationen am Ende zur Verfügung stehen, erst dann ist diese Verpflichtung erfüllt. Im Gegensatz hierzu kommt es bei der Verpflichtung zur Bitte um Angaben nur auf die Tätigkeit an, das Ergebnis, also ob der Kunde dieser Bitte nachkommt, ist für die Erfüllung der

²⁰⁷ Vgl. CESR/05-290b, Box 10 Nr. 9, wonach es der Wertpapierfirma bei fehlenden Informationen erlaubt sein sollte, mit der Erbringung der Wertpapierdienstleistung auf vorsichtiger Grundlage fortzufahren (z.B. bei fehlenden Informationen zu den Kenntnissen und Erfahrungen des Kunden sollte die Wertpapierfirma davon ausgehen, dass der Kunde solche nicht besitzt).

²⁰⁸ vgl. Annex to Working Document ESC/24/2005, Comparative Table CESR Commission's document, V. Advice on Art. 19 (4) Suitability test, Comments, S. 4

Verpflichtung nicht von Bedeutung. Konsequenterweise darf die Wertpapierfirma im Fall des Art. 19 Abs. 4 MIFID bei fehlenden Informationen nicht mit der Erbringung ihrer Dienstleistung fortfahren.

3. Geeignetheitstest

a) keine Beratungspflicht

Die Erkundigungspflicht besteht nach dem Wortlaut des Art. 19 Abs. 4 MIFID, um es der Wertpapierfirma zu *ermöglichen, dem Kunden oder potenziellen Kunden für ihn geeignete Wertpapierdienstleistungen und Finanzinstrumente zu empfehlen*.

Aus der Formulierung „um (...) dem Kunden (...) zu empfehlen“ könnte man schließen, dass hier eine Beratungspflicht der Wertpapierfirma dergestalt statuiert werden soll, dass dem Kunden geeignete Wertpapierdienstleistungen und Finanzinstrumente zu empfehlen sind.²⁰⁹

Damit würde nicht nur bei der Erbringung von Anlageberatung, wo die Beratung, also die Abgabe einer persönlichen Empfehlung, ja gerade Hauptpflicht ist, sondern auch bei der Erbringung von Portfolio-Management eine Beratungspflicht bestehen.

Diese Ansicht geht jedoch zu weit,²¹⁰ denn üblicherweise beinhaltet es die Wertpapierdienstleistung des Portfolio-Managements nicht, Finanzdienstleistungen oder Finanzinstrumente zu empfehlen. Vielmehr verwalten Portfolio-Manager die Portfolios mit einem Ermessensspielraum im Rahmen eines Mandats des Kunden²¹¹, ihnen ist es also gestattet, Transaktionen ohne Absprache mit ihren Kunden vorzunehmen.

Deshalb meint CESR, dass der Begriff „Empfehlung“ in Art. 19 Abs. 4 MIFID in Anbetracht der Zielsetzung des Art. 19 Abs. 4 MIFID so zu interpretieren

²⁰⁹ Balzer vertritt in ZBB 2003, 186, die Auffassung, dass Art. 18 Abs. 4 des Richtlinienvorschlags, der die Vorläufervorm zu Art. 19 Abs. 4 MIFID war, eine Beratungspflicht statuiert. Allerdings ist hierzu anzumerken, dass Art. 18 Abs. 4 des Richtlinienvorschlags im Wortlaut von Art. 19 Abs. 4 MIFID abweicht.

²¹⁰ vgl. Maurenbrecher, AJP/PJA 2005, S. 29, Fn. 109

²¹¹ vgl. die Definition von Portfolio-Management in Art. 4 Abs. 1 Nr. 9 MIFID

sei, dass er eine Pflicht zum Geeignetheitstest statuiert, und zwar sowohl bei der Anlageberatung, als auch beim Portfolio-Management. Die Statuierung einer Beratungspflicht sei nicht das Ziel des Art. 19 Abs. 4 MIFID. Bei der Anlageberatung sei also zu prüfen, ob die Empfehlung für den Kunden geeignet ist, beim Portfolio-Management sei zu prüfen, ob die vom Portfolio-Manager vorgesehene Transaktion für den Kunden geeignet ist.²¹²

Dieser Ansicht folgt offensichtlich auch die Kommission, wenn sie in Art. 36 Abs. 1 DurchRiLiV bei der Beurteilung der Geeignetheit formuliert, dass „das Geschäft, das dem Kunden empfohlen oder im Rahmen einer Portfolio-verwaltungsdienstleistung getätigt werden soll“ bestimmten Kriterien genügen muss. Diese Formulierung zeigt deutlich, dass die Kommission davon ausgeht, dass bei der Anlageberatung ein Geschäft empfohlen wird, während beim Portfolio-Management Geschäfte nicht empfohlen, sondern getätigt werden.

Es bleibt also festzuhalten, dass Art. 19 Abs. 4 MIFID keine Beratungspflicht statuiert.

b) Beurteilung der Geeignetheit

(a) Kriterien

Die Frage, wann eine Wertpapierdienstleistung oder ein Finanzinstrument für den Kunden oder potentiellen Kunden geeignet i.S.d. Art. 19 Abs. 4 MIFID ist, wird von dieser Norm nicht direkt beantwortet. Ein Blick auf die Norm im Ganzen hilft jedoch weiter. Art. 19 Abs. 4 MIFID normiert, dass die Wertpapierfirma bestimmte Informationen einzuholen hat, um geeignete Wertpapierdienstleistungen und Finanzinstrumente zu empfehlen. Die einzuholenden Informationen über die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden oder potentiellen Kunden im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Produkttyp oder den speziellen Typ der Dienstleistung, über seine finanziellen Verhältnisse und über seine Anlageziele sind also Grundlage für

²¹² CESR-Vorschlag CESR/045-290b, Explanatory text zu Art. 19 Abs. 4 MIFID, Criteria for assessing the suitability, Abs. 1

eine geeignete Empfehlung. Im Hinblick auf diese Informationen ist die Geeignetheit i.S.d. Art. 19 Abs. 4 MIFID somit zu beurteilen.

Art. 36 Abs. 1 DurchRiLiV sieht hierzu vor, dass Wertpapierfirmen sich von (potentiellen) Kunden solche Informationen beschaffen soll, die für sie notwendig sind, um die wesentlichen Fakten in Bezug auf den Kunden zu verstehen und um, unter Berücksichtigung der Art und des Umfangs der betreffenden Dienstleistung, nach vernünftigem Ermessen davon ausgehen zu können, dass das Geschäft, das empfohlen oder im Rahmen einer Portfolioverwaltungsdienstleistung getätigt wurde, folgende Anforderungen erfüllt:

- es entspricht den Anlagezielen des betreffenden Kunden;
- es ist so beschaffen, dass etwaige mit dem Geschäft einhergehende Anlagerisiken für den Kunden im Einklang mit seinen Anlagezielen finanziell tragbar sind;
- es ist so beschaffen, dass der Kunde mit seinen Kenntnissen und Erfahrungen die mit dem Geschäft oder der Verwaltung seines Portfolios einhergehenden Risiken verstehen kann.

Auch hiernach soll die Geeignetheit einer spezifischen Transaktion i.S.d. Art. 19 Abs. 4 MIFID also vorliegen, wenn die Transaktion im Hinblick auf die einzuholenden Informationen zum Kunden passt.

Als ungeeignet für den Kunden oder potentiellen Kunden kann ein Geschäft gem. Erwägungsgrund 50 DurchRiLiV angesehen werden aufgrund der Risiken des fraglichen Finanzinstruments, der Art des Geschäfts, der Merkmale des Auftrags oder der Häufigkeit von Geschäften. Der CESR-Vorschlag, CESR/05-290b, Box 10 Nr. 7, dem dieser Erwägungsgrund nahezu wörtlich entspricht, nennt als Beispiele bestimmte Derivate als möglicherweise wegen ihres Risikos ungeeignete involvierte Finanzinstrumente, oder den Verkauf von Optionen als möglicherweise ungeeigneten Typ von Transaktion, sowie die Spezifikationen bzgl. Umfang und Preis als möglicherweise ungeeignete Merkmale eines Auftrags. Die Häufigkeit von Empfehlungen oder Handelsentscheidungen kann bei einer Reihe von Geschäften, wo jedes Geschäft für sich betrachtet geeignet ist, dann zur Ungeeignetheit dieser Serie führen, wenn die Häufigkeit der Empfehlungen oder Handelsentscheidungen

nicht im bestmöglichen Kundeninteresse liegt.²¹³ Im Falle von Portfolio-Management kann eine Transaktion auch ungeeignet sein, wenn sie zu einem ungeeigneten Portfolio führt.²¹⁴

(b) Bedeutung individueller Risiken

Fraglich ist, inwieweit die individuellen Risiken eines bestimmten Finanzinstruments zur Ungeeignetheit desselben führen können.

(i) Auslegung der MIFID

Erwägungsgrund 50 DurchRiLiV nennt die *Risiken des fraglichen Finanzinstruments* als möglichen Grund für eine Ungeeignetheit. Allerdings bleibt offen, ob hiermit nur die allgemeinen Risiken eines Finanzinstruments, also die Risiken des jeweiligen Typs von Finanzinstrument gemeint sind, oder auch die individuellen Risiken.

Im Hinblick auf die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden kann ein Finanzinstrument nicht wegen individueller Risiken ungeeignet sein. Bei den Kenntnissen und Erfahrungen des Kunden geht es um solche im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Produkttyp oder den speziellen Typ der Dienstleistung, nicht um Kenntnisse von individuellen Risiken eines bestimmten Finanzinstruments. Hier ist also nur entscheidend, dass die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden beispielsweise in Bezug auf Aktien an sich ausreichen, nicht relevant ist, welche Kenntnisse und Erfahrungen der Kunde in Bezug auf eine bestimmte Aktie hat.

Anders stellt sich die Lage dar im Hinblick auf die finanziellen Verhältnisse des Kunden und seine Anlageziele. Hier kann man argumentieren, dass eine bestimmte Aktie wegen ihrer individuellen Risiken nicht den finanziellen Verhältnissen und Anlagezielen des Kunden entspricht, beispielsweise, weil sie keine sichere Anlage mehr darstellt. Diese Argumentation gebietet sich aus dem Gesichtspunkt heraus, dass die Pflicht zum Geeignetheitstest nur bei

²¹³ Erwägungsgrund 50 DurchRiLiV

²¹⁴ Erwägungsgrund 50 DurchRiLiV

Anlageberatung und Portfolio-Management besteht. Beide diese Dienstleistungen zeichnen sich dadurch aus, dass die Wertpapierfirma eine große Verantwortung für die eigentliche Anlageentscheidung trifft. Bei der Anlageberatung trifft die Anlageentscheidung letztendlich zwar der Kunde, die Empfehlung der Wertpapierfirma dürfte aber meist alleinig ausschlaggebend sein, beim Portfolio-Management trifft die Wertpapierfirma die Anlageentscheidung im Rahmen eines Ermessensspielraums sogar selbst. Bei dieser großen Verantwortung der Wertpapierfirma für die Anlageentscheidung wäre es im Interesse des Kunden und des Anlegerschutzes nicht gerechtfertigt, die Geeignetheit der Anlage nur oberflächlich nach ihren allgemeinen Risiken zu beurteilen, sondern es ist auch die Berücksichtigung der individuellen Risiken geboten.

Die individuellen Risiken eines bestimmten Finanzinstruments sind also bei der Beurteilung der Geeignetheit i.S.d. Art. 19 Abs. 4 MIFID insoweit von Bedeutung, als dass das Vorhandensein solcher Risiken zur Ungeeignetheit eines Finanzinstruments im Hinblick auf die finanziellen Verhältnisse und Anlageziele des Kunden führen kann.

(ii) Exkurs: Geeignetheit im englischen Recht (= *suitability*)

Auch ein Blick auf das englische Recht könnte hier Klarheit bringen, denn der Geeignetheitstest ist zwar im europäischen Recht eine Neuerung - die ISD kannte keine solche Pflicht - im englischen Recht hingegen ist *suitability* eine seit langem bestehende Wohlverhaltenspflicht²¹⁵. Es ist anzunehmen, dass sich der europäische Gesetzgeber bei Erlass der MIFID an dieser englischen Regelung orientierte.

²¹⁵ Die *know your customer*- und *suitability*-Regelungen waren ein wichtiger Punkt des Aufsichtssystems des *Securities and Investment Board*, das mit dem Financial Services Act 1986 eingeführt wurde, und ein beachtlicher Schritt vorwärts im Hinblick auf die Verpflichtungen der Finanzintermediäre nach dem allgemeinen *common law*-Grundsätzen. So hatten die Gerichte beispielsweise in *Briggs v Gunner* (1979) 129 NLJ 116 und in *Stafford & Anor v Conti Commodity Services Ltd* (1981) 1 All ER 691 entschieden, dass keine Pflicht des Brokers bestehe, seine Kunden vor ungeeigneten Anlagen zu warnen. (Rider, Guide to the Financial Services Act 1986)

((i)) Allgemeines

In England gilt seit Juli 2000 der Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA), der den Financial Services Act 1986 (FSA 1986) ablöst.

Der FSMA selbst regelt jedoch, wie schon der FSA 1986, viele Bereiche nur grob, und gibt daher der zuständigen Aufsichtsbehörde, der Financial Services Authority (FSA), die Kompetenz zum Erlass konkretisierender Vorschriften. Gem. Sec. 138 FSMA darf die FSA in ihrem Zuständigkeitsbereich alle Regeln treffen, die ihr für den Schutz der Anleger notwendig und förderlich erscheinen. Die Aufsichtsbehörde hat bei ihren Maßnahmen gem. Sec. 5 II FSMA den unterschiedlichen Risikograd verschiedener Anlageformen, die unterschiedliche Erfahrung und Geschäftsgewandtheit verschiedener Anleger und das Bedürfnis des Anlegers nach Beratung und genauer Information zu berücksichtigen. Auch zu berücksichtigen ist aber der allgemeine Grundsatz, dass Anleger Verantwortung für ihre eigenen Entscheidungen übernehmen sollen.

Von dieser Ermächtigung zum Erlass konkretisierender Vorschriften hat die FSA Gebrauch gemacht und das FSA-Handbook herausgegeben, das unter anderem die englischen Wohlverhaltensregeln, die *Conduct of Business Rules*, enthält.

((ii)) *know your customer* gem. Sec. 5.2 FSA-Handbook und *suitability* gem. Sec. 5.3 FSA-Handbook

COB 5.2.1 R: Application

This section applies to a firm that:

- *gives a personal recommendation concerning a designated investment to a private customer; or*
- *acts as an investment manager for a private customer*

(...)

COB 5.2.5 R: Requirement to know your customer

Before a firm gives a personal recommendation concerning a designated investment to a private customer, or acts as an investment manager for a private customer, it must take reasonable steps to ensure that it is in possession of sufficient personal and financial information about that customer relevant to the service that the firm has agreed to provide.

COB 5.3.1 R: Application

This section applies to a firm when it:

- makes a personal recommendation concerning a designated investment to a private customer; or*
- acts as an investment manager for a private customer*

(...)

COB 5.3.5 R: Requirement for suitability generally

(1) A firm must take reasonable steps to ensure that, if in the course of designated investment business:

- it makes any personal recommendation to a private customer to buy, sell, subscribe for or underwrite a designated investment (or to exercise any right conferred by such an investment to do so) (...); or*
- it effects a discretionary transaction for a private customer*

(...) the advice on investments or transaction is suitable for the client.

(2) (...)

(3) In making the recommendation or effecting of transaction in (1), the firm must have regard to:

- the facts disclosed by the client; and*
- other relevant facts about the client of which the firm is, or reasonably should be, aware.*

(4) A firm which acts as an investment manager for a private customer must take reasonable steps to ensure that the private customer's portfolio or account remains suitable, having regard to the facts about the private customer of which the firm is or reasonably should be aware.

(5) (...)

Der Anwendungsbereich der *know your customer-* und *suitability-*Regeln erfasst also Firmen, wenn sie an Privatkunden persönliche Empfehlungen

betreffend eine bestimmte Anlage geben, oder wenn sie als Investment-Manager für Privatkunden tätig sind.

COB 5.3.5 R legt eine allgemeine Verpflichtung zur Geeignetheitsprüfung fest. Danach muss eine Firma, wenn sie im Rahmen von bestimmten Anlagegeschäften eine persönliche Empfehlung an einen Privatkunden gibt, eine bestimmte Anlage zu kaufen, zu verkaufen, vorzubestellen oder dafür zu bürgen (oder irgendein Recht auszuüben, das mit einer solchen Anlage verbunden ist) oder für einen Privatkunden eine Transaktion durchführt, die in ihren Ermessen liegt, vernünftige Schritte unternehmen, um sicherzustellen, dass die Anlageberatung oder die Transaktion für den Kunden geeignet ist. Hierbei muss die Firma die Tatsachen berücksichtigen, die der Kunde bekannt gegeben hat, sowie andere relevante Tatsachen über den Kunden, die der Firma bekannt sind, oder die ihr vernünftigerweise bekannt sein sollten.

Handelt eine Firma als Investmentmanager für einen Privatkunden, muss sie vernünftige Schritte unternehmen um sicherzustellen, dass das Portfolio des Privatkunden oder dessen Konto geeignet bleibt, unter Beachtung der Tatsachen, die der Privatkunde bekannt gegeben hat, und unter Beachtung anderer relevanter Tatsachen über den Privatkunden, die der Firma bekannt sind, oder die ihr vernünftigerweise bekannt sein sollten.

Firmen sind also verpflichtet, die Geeignetheit ihrer Anlageberatung und ihrer Ermessensentscheidungen sicherzustellen. Um dem nachzukommen soll eine Firma ausreichend Informationen über ihren Privatkunden sammeln, um ihr zu ermöglichen, ihre Verpflichtung, geeignete Anlageberatung zu geben, zu erfüllen. Eine Firma, die als Anlagemanager mit eigenem Ermessen für einen Privatkunden handelt, sollte auch sicherstellen, dass sie, bevor sie ihr Ermessen ausübt, ausreichend Informationen über ihren Privatkunden hat, um ihr zu ermöglichen, auf eine Weise zu handeln, die für diesen Privatkunden geeignet ist.²¹⁶

Die *suitability* ist also nach den im Rahmen der *know your customer*-Regel erlangten Informationen zu beurteilen, also nach den persönlichen und

²¹⁶ COB 5.2.4 G

finanziellen²¹⁷ Informationen über den Kunden. Eine geeignete Anlage muss also dem Bedarf, den vorrangigen Angelegenheiten und der Risikogeneigntheit des Kunden entsprechen²¹⁸, und er muss sich die Anlage finanziell leisten können²¹⁹.

Dabei ist im Rahmen der *suitability* erstens zu bestimmen, welcher Typ von Anlage geeignet ist, und zweitens, welche bestimmte Anlage innerhalb dieses Typs der Kunde wählen sollte.²²⁰

Dass die *suitability* also auch auf das einzelne Anlageobjekt abstellt, nicht nur auf den Anlagentyp, bedeutet im Hinblick auf die Relevanz von individuellen Risiken eines bestimmten Anlageobjekts, dass diese bei der Beurteilung der *suitability* durchaus eine Rolle spielen können.

(iii) Ergebnis

Für die Beurteilung der Geeignetheit gem. Art. 19 Abs. 4 MIFID ist also auch von Bedeutung, ob ein bestimmtes Anlageobjekt besondere individuelle Risiken birgt.

Individuelle Risiken eines bestimmten Finanzinstruments können also, müssen aber nicht zwangsläufig, dazu führen, dass dieses für den jeweiligen Kunden ungeeignet ist.

Die Aktie eines bestimmten Unternehmens beispielsweise, über das Gerüchte bzgl. falscher Bilanzen kursieren kann für den Kunden trotzdem geeignet sein, denn möglicherweise ist die zu erwartende Auswirkung auf den Kurs bei Bestätigung der Gerüchte so gering, dass die Aktie dennoch als risikoarme Anlage einzustufen ist, oder der Kunde ist etwas risikofreudiger und spekuliert darauf, dass die wegen der Gerüchte gerade gesunkenen Kurse mangels

²¹⁷ Zu den finanziellen Informationen gehören das derzeitige und evt. auch das zukünftige Einkommen, das Kapital, die Anlagen, der Versicherungsschutz und das zu erwartende Erbe des Kunden, vgl. *Blair*, Banking and Financial Services Regulation, S. 316, 11.46

²¹⁸ COB 5.2.11 G, Nr. 1 Buchstabe a

²¹⁹ COB 5.2.11 G, Nr. 2

²²⁰ *White*, Regulation of Securities and Futures Dealing, S. 168, Rn. 9-005 zur nahezu identischen SFA-Rule 5-31

Bestätigung der Gerüchte bald wieder steigen. Es ist jedoch genauso der Fall vorstellbar, dass diese Aktie aufgrund ihres individuellen Risikos für den Kunden ungeeignet ist, nämlich dann, wenn deutliche Auswirkungen auf den Kurs zu erwarten sind, und diese Anlage daher momentan als risikoreich einzustufen ist, wo der Kunde doch risikoscheu ist.

(c) Beurteilung der Geeignetheit bei professionellen Kunden

Bei der Erbringung einer Wertpapierdienstleistung für einen professionellen Kunden soll einer Wertpapierfirma gem. Art. 36 Abs. 2 Unterabsatz 1 DurchRiLiV erlaubt sein, davon auszugehen, dass der Kunde in Bezug auf die Produkte, Geschäfte und Dienstleistungen, für die er als professioneller Kunde eingestuft ist, über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügt, um die mit dem Geschäft oder der Verwaltung seines Portfolios einhergehenden Risiken zu verstehen. Besteht die Wertpapierdienstleistung in einer Anlageberatung für einen professionellen Kunden gem. Anhang II Abschnitt 1 MIFID, soll die Wertpapierfirma gem. Art. 36 Abs. 3 Unterabsatz 2 DurchRiLiV davon ausgehen dürfen, dass der Kunde finanziell in der Lage ist, das Risiko eines etwaigen Verlustes aus der Anlage zu tragen.

VI. Erkundigungspflicht und Angemessenheitsprüfung bei sonstigen Finanzdienstleistungen gem. Art. 19 Abs. 5 MIFID

Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 1 MIFID:

„Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass Wertpapierfirmen bei anderen als den in Absatz 4 genannten Finanzdienstleistungen Kunden oder potentielle Kunden um Angaben zu ihren Kenntnissen und Erfahrungen im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Typ der angebotenen oder angeforderten Produkte oder Dienstleistungen bitten, um beurteilen zu können, ob die in Betracht gezogenen Wertpapierdienstleistungen oder Produkte für den Kunden angemessen sind.“²²¹

²²¹ Zum Wortlaut des Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 1 MIFID siehe die Berichtigung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und

Diese Vorschrift regelt also für alle sonstigen Finanzdienstleistungen, außer Anlageberatung und Portfolio-Management, eine Erkundigungspflicht sowie eine Pflicht zum Angemessenheitstest.

1. Erkundigungspflicht (know your customer)

Im Gegensatz zur Regelung des Art. 19 Abs. 4 MIFID für Anlageberatung und Portfolio-Management müssen bei sonstigen Finanzdienstleistungen keine Angaben des Kunden zu seinen finanziellen Verhältnissen und Anlagezielen eingeholt werden. Die Erkundigungspflicht ist auf die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Typ der angebotenen oder angeforderten Produkte oder Dienstleistungen beschränkt.

Zur Frage, was unter Informationen bzgl. der Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Typ der angebotenen oder angeforderten Produkte oder Dienstleistungen fällt, nimmt Art. 38 Abs. 1 DurchRiLiV Stellung. Es kann diesbezüglich auf das zu Art. 19 Abs. 4 MIFID Gesagte verwiesen werden.²²²

Die Wertpapierfirma soll sich ebenfalls gem. Art. 38 Abs. 3 DurchRiLiV auf die Informationen verlassen dürfen, die ihr von den (potentiellen) Kunden übermittelt wurden, außer ihr ist bekannt oder müsste bekannt sein, dass diese offensichtlich veraltet, unzutreffend oder unvollständig sind.²²³

93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. L 145 vom 30.04.2004, S. 18 (im Internet abrufbar unter www.fma.gv.at/de/pdf/berichti.pdf, Download vom 06.12.2005).

Der ursprüngliche Wortlaut Kundeninformationen *einzuholen*, wurde dahin berichtigt, dass um Kundeninformationen zu *bitten* ist.

Die in Betracht gezogenen Dienstleistungen müssen nicht mehr *geeignet*, sondern *angemessen* sein.

²²² Gliederungspunkt Kapitel 2, C.V.2.c)

²²³ so auch der CESR-Vorschlag, CESR/05-290b, Box 11, Nr. 4

2. Angemessenheitstest (*appropriateness*)

Nach dem Wortlaut des Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 1 MIFID, sind die Kunden „um Angaben zu ihren Kenntnissen und Erfahrungen im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Typ der angebotenen oder angeforderten Produkte oder Dienstleistungen zu bitten, um beurteilen zu können, ob die in Betracht gezogenen Wertpapierdienstleistungen oder Produkte für den Kunden angemessen sind.“

a) Beurteilung der Angemessenheit

Gem. Art. 37 DurchRiLiV sollen Wertpapierfirmen bei der Beurteilung, ob eine Wertpapierdienstleistung für einen Kunden angemessen ist, feststellen, ob der betreffende Kunde über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügt, um die Risiken im Zusammenhang mit der Art der angebotenen oder gewünschten Produkte oder Dienstleistungen zu verstehen.²²⁴ Zu diesem Zweck soll eine Wertpapierfirma davon ausgehen dürfen, dass ein professioneller Kunde über die erforderlichen Erfahrungen und Kenntnisse verfügt, um die Risiken im Zusammenhang mit den betreffenden

²²⁴ Der CESR-Vorschlag, CESR/05-290b, Box 11 Nr. 6 u. 8, zur Beurteilung der Angemessenheit sah vor, dass eine Wertpapierfirma auf der Grundlage der vom Kunden erhaltenen Informationen angemessene Anlageparameter (wie beispielsweise Typen von Instrumenten, Typen von Transaktionen oder Typen von Aufträgen, bzgl. derer der Kunde ausreichend Kenntnisse oder Erfahrungen besitzt) definiert. Eine in Betracht gezogene Transaktion musste im Einklang mit den für den Kunden definierten Anlageparametern sein, um als angemessen zu gelten.

Die Kommission hielt eine solche Regelung in den Durchführungsmaßnahmen zuerst für entbehrlich, da sie eine reine Wiederholung des Richtlinienwortlauts darstelle, Annex to Working Dokument ESC/24/2005, Comparative Table CESR Commission's document, S. 4, VI. Advice on Art. 19 (5) Appropriateness test, Comments. In ihrem ersten überarbeiteten Arbeitsdokument, ist sie dem Vorschlag der CESR dann gefolgt (Art. 11 Abs. (4)), im zweiten überarbeiteten Arbeitsdokument wiederum hat sie auf eine entsprechende Regelung verzichtet, um nun im Durchführungsrichtlinien-vorschlag oben genannte Regelung aufzunehmen.

Wertpapierdienstleistungen oder Geschäften bzw. der Art von Geschäften oder Produkten, für die er als professioneller Kunde eingestuft ist, zu verstehen.²²⁵

Anzumerken ist hier, dass sowohl nach dem Wortlaut des Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 1 MIFID, wonach die Wertpapierfirma zu prüfen hat, ob der spezielle *Typ* von Produkt oder Dienstleistung für diesen Kunden angemessen ist, als auch nach dem Wortlaut des Art. 37 DurchRiLiV, wonach der Kunde ausreichend Kenntnisse und Erfahrungen zum Verständnis der Risiken im Zusammenhang mit der *Art* der angebotenen Produkte oder Dienstleistungen haben muss, der Angemessenheitstest sich nur auf den Typ bzw. die Art von Produkt oder Dienstleistung bezieht, nicht dagegen auf das einzelne Finanzinstrument. Dies entspricht auch dem CESR-Vorschlag, wonach die Wertpapierfirma für die Beurteilung der Angemessenheit Investitionsparameter auf der Basis der vom Kunden enthaltenen Informationen festlegen sollte, z.B. *Typen* von Finanzinstrumenten, *Typen* von Transaktionen und *Typen* von Aufträgen bzgl. derer der Kunde ausreichende Kenntnisse und Erfahrungen hat. Individuelle Risiken eines bestimmten Finanzinstruments spielen hier keine Rolle. Dass individuelle Risiken eines bestimmten Finanzinstruments bei der Beurteilung der Angemessenheit keine Rolle spielen sollen, darauf deutet auch die Vorschrift des Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 2 MIFID hin, der die Warnung des Kunden bei Ungeeignetheit in standardisierter Form erlaubt. Eine Warnung in standardisierter Form ist aber bzgl. individueller Risiken eines bestimmten Finanzinstruments kaum möglich, nur eine Warnung in allgemeinerer Form bzgl. der Ungeeignetheit einer Art von Finanzinstrument erlaubt die mit einer Standardisierung angestrebte Erleichterung.

b) Unterscheidung zwischen Angemessenheits- und Geeignetheitstest

Die Angemessenheit einer Wertpapierdienstleistung im Sinne des Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 1 MIFID ist also zu unterscheiden von der Geeignetheit derselben im Sinne des Art. 19 Abs. 4 MIFID.²²⁶

²²⁵ Working Document ESC/23/2005-rev2, Fn. 18; ebenso schon der CESR-Vorschlag, CESR/05-290b, Box 11, Nr. 7

Dass Angemessenheit und Geeignetheit von Wertpapierdienstleistungen und Produkten unterschiedlich zu beurteilen sind, ergibt sich aus folgenden Erwägungen:

(a) Verwendung unterschiedlicher Begriffe

Nicht nur der (berichtigte) deutsche Richtlinientext der MIFID²²⁷ verwendet zwei unterschiedliche Begriffe, nämlich in Art. 19 Abs. 4 MIFID den Begriff der *Geeignetheit* und in Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 1 MIFID den Begriff der *Angemessenheit*, sondern auch der englische Richtlinientext der MIFID unterscheidet hier zwischen *suitability* in Art. 19 Abs. 4 MIFID und *appropriateness* in Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 1 MIFID. Schon allein die Verwendung verschiedener Begriffe deutet einen inhaltlichen Unterschied an. Dieses Argument wird noch verstärkt dadurch, dass die ursprüngliche Version des deutschen Richtlinientextes, in der auch in Art. 19 Abs. 5 MIFID der Begriff *geeignet* verwendet wurde, berichtigt wurde. Eine solche Berichtigung vorzunehmen bedeutet, dass der Begriff *geeignet* als falsch angesehen wurde.

(b) Unterschiedliche vorausgehende Erkundigungspflichten

Auch die Erkundigungspflicht des Art. 19 Abs. 4 MIFID unterscheidet sich von der des Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 1 MIFID, was deshalb von Bedeutung ist, weil die Erkundigungspflicht in engem Zusammenhang mit der Pflicht zum Geeignetheitstest bzw. Angemessenheitstest steht. Sinn und Zweck der Erkundigungspflicht besteht darin, die Voraussetzungen für den Geeignetheitstest bzw. Angemessenheitstest zu schaffen. Die im Rahmen der Erkundigung erhaltenen Informationen ermöglichen der Wertpapierfirma erst,

²²⁶ Erwägungsgrund 49 DurchRiLiV betont die Notwendigkeit, unterschiedliche Regelungen für die Anwendung des Geeignetheitstest gem. Art. 19 Abs. 4 MIFID und des Angemessenheitstest gem. Art. 19 Abs. 5 MIFID zu treffen. Diese Test haben einen unterschiedlichen Anwendungsbereich hinsichtlich der Wertpapierdienstleistungen für die sie gelten, und sie haben unterschiedliche Funktionen und Merkmale.

²²⁷ vgl. Gliederungspunkt Kapitel 2, C.VI.

die Geeignetheit bzw. Angemessenheit zu beurteilen, denn die Geeignetheit bzw. Angemessenheit bestimmt sich jeweils im Einzelfall nach den erhaltenen Informationen. Der unterschiedliche Umfang der Erkundigungspflicht in Art. 19 Abs. 4 MIFID und der in Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 1 MIFID macht mithin deutlich, dass die Begriffe *Geeignetheit* und *Angemessenheit* nicht synonym verwendet wurden, sondern ihnen eine unterschiedliche Bedeutung zukommt.

(c) Inhaltliche Unterscheidung

Im Gegensatz zur Geeignetheitsprüfung des Art. 19 Abs. 4 MIFID ist die Angemessenheitsprüfung des Art. 19 Abs. 5 MIFID weniger genau. Es wird nur geprüft, ob im Bezug auf die Erfahrungen und Kenntnisse des Kunden die in Betracht gezogenen Art von Anlage angemessen ist. Ob die Anlage jedoch auch seinen Anlagezielen oder finanziellen Verhältnissen entspricht wird nicht geprüft.

3. Warnpflicht bei Unangemessenheit

Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 2 MIFID:

„Gelangt die Wertpapierfirma aufgrund der gem. Unterabsatz 1 erhaltenen Informationen zu der Auffassung, dass das Produkt oder die Dienstleistung für den Kunden oder potentiellen Kunden nicht geeignet²²⁸ ist, so warnt sie den Kunden oder potentiellen Kunden. Diese Warnung kann in standardisierter Form erfolgen.“

Die Folge der Unangemessenheit eines Produkts oder einer Dienstleistung ist also gem. Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 2 MIFID eine Warnpflicht der Wertpapierfirma gegenüber dem Kunden. Daraus folgt aber auch, dass die Wertpapierfirma (nach Warnung des Kunden) unangemessene Finanzdienst-

²²⁸ In Anbetracht der Berichtigung des Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 1 MIFID

dahingehend, dass das Wort *geeignet* durch *angemessen* ersetzt wurde, muss auch das Wort *geeignet* in Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 2 als *angemessen* gelesen werden. Dies bestätigt auch ein Blick auf die englische Version, die sowohl in Unterabsatz 1, als auch in Unterabsatz 2 das Wort *appropriate* verwendet.

leistungen erbringen darf, was im Gegensatz zur Regelung beim Geeignetheitstest steht.

4. Warnpflicht bei mangelnden Angaben

Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 3 MIFID:

„Lehnt der Kunde oder potenzielle Kunde es ab, die in Unterabsatz 1 genannten Angaben zu machen, oder macht er unzureichende Angaben zu seinen Kenntnissen und Erfahrungen, so warnt die Wertpapierfirma den Kunden oder potentiellen Kunden, dass eine solche Entscheidung es ihr nicht ermöglicht zu beurteilen, ob die in Betracht gezogene Wertpapierdienstleistung oder das in Betracht gezogene Produkt für ihn geeignet²²⁹ ist. Diese Warnung kann in standardisierter Form erfolgen.“

Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 3 MIFID regelt also eine Warnpflicht der Wertpapierfirma für den Fall, dass der Kunde keine oder unzureichende Angaben zu seinen Kenntnissen und Erfahrungen macht, sie also nicht in der Lage ist, den Angemessenheitstest durchzuführen. Auch hier gilt, dass die Wertpapierfirma den Kunden nur zu warnen hat, dass sie den Angemessenheitstest so nicht durchführen kann, sie darf die Dienstleistung aber (anders als beim Geeignetheitstest) erbringen.

Gem. Art. 38 Abs. 2 DurchRiLiV soll eine Wertpapierfirma einen (potentiellen) Kunden nicht dazu ermutigen, die Übermittlung der erforderlichen Informationen zu unterlassen.²³⁰

VII. Die Aufzeichnungspflicht gem. Art. 19 Abs. 7 MIFID

Art. 19 Abs. 7 MIFID:

„Die Wertpapierfirma erstellt eine Aufzeichnung, die das Dokument oder die Dokumente mit den Vereinbarungen zwischen der Firma und dem Kunden enthält, die die Rechte und Pflichten der Parteien sowie die sonstigen

²²⁹ Mit derselben Begründung wie zu Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 2 ist auch hier das Wort *geeignet* durch *angemessen* zu ersetzen.

²³⁰ ebenso schon der CESR-Vorschlag, CESR/05-290b, Box 11, Nr. 5

Bedingungen, zu denen die Wertpapierfirma Dienstleistungen für den Kunden erbringt, festlegt. Die Rechte und Pflichten der Vertragsparteien können durch Verweisung auf andere Dokumente oder Rechtstexte aufgenommen werden.“

Der Durchführungsrichtlinienvorschlag enthält in Bezug auf die Aufzeichnungspflicht des Art. 19 Abs. 7 MIFID keine Regelungen. Vielmehr betont Erwägungsgrund 37 DurchRiLiV, dass hier keine Anforderungen bzgl. der Form, des Inhalts oder der Erfüllung von Verträgen über die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen aufgestellt werden.

Art. 19 Abs. 7 MIFID regelt wörtlich nur die Pflicht zur Aufzeichnung bestimmter Dokumente, nämlich der Vertragsdokumente.²³¹ Damit wird aber vorausgesetzt, dass solche Vertragsdokumente auch existieren, also ein Vertrag zwischen den Parteien geschlossen wurde.

Im Zusammenhang mit Art. 19 Abs. 1 MIFID, nach dem eine Wertpapierfirma bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen insbesondere den Abs. 2 bis 8 des Art. 19 MIFID genügen muss, also auch Art. 19 Abs. 7 MIFID, wird

²³¹ Im Hinblick auf die Vertragsdokumente selbst (nicht deren Aufzeichnung) hatte CESR umfangreiche Vorschläge zu deren Inhalt und Form gemacht, CESR/05-024c, Box 10. Beispielsweise sollte dem Kunden das Vertragsdokument auf einem dauerhaften Datenträger bereitgestellt werden, sowie die Zustimmung des Kunden zum Vertragsdokument durch dessen Unterschrift oder auf gleichwertige Art und Weise bewiesen werden, CESR/05-024c, Box 10 Nr. 1. Nach Meinung der Kommission gingen diese Vorschläge aber sowohl über die Verpflichtungen nach dem Richtlinien text hinaus, als auch über den von der Richtlinie gewährten Umfang für Durchführungsmaßnahmen. Art. 19 Abs. 7 MIFID strebe die Harmonisierung des Inhalts der Aufzeichnung an, nicht der in der Aufzeichnung befindlichen Dokumente. Nach Ansicht der Kommission hätten die von CESR vorgeschlagenen Durchführungsmaßnahmen außerdem eine zu große Auswirkung auf das Zivilrecht der Mitgliedstaaten gehabt, und Durchführungsmaßnahmen seien nicht der angemessene Ort, um solch weitreichende Maßnahmen vorzunehmen, Working document ESC/24/2005, Explanatory note to working document ESC/23/2005 and to the addendum of the working document ESC/17/2005 on investment research, A.4. Client agreement, S. 2 f.

hieraus eine Pflicht zum Vertragsschluss bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen.²³²

Im Hinblick auf die Anlageberatung, die gem. Anhang I Abschnitt A Nr. 5 MIFID nun eine Wertpapier(haupt)dienstleistung ist, folgt daraus, dass Anlageberatung nur noch auf vertraglicher Grundlage erbracht werden kann.

Sobald also eine Anlageberatung gem. der Definition des Art. 4 Abs. 1 Nr. 4 MIFID vorliegt, ist zwingend von einem Vertrag zwischen der Wertpapierfirma und dem Kunden auszugehen, unabhängig davon, ob die Parteien dies wollten, oder ob es nach sonstigem Vertragsrecht zum Abschluss eines Vertrages kam. Allein ein Verhalten, das nach der Richtlinie als Anlageberatung zu qualifizieren ist führt also zum Vertragsabschluss. Ob hierbei ein eigener Anlageberatungsvertrag zustande kommt oder die Anlageberatung Teil eines umfassenderen Dienstleistungsvertrags darstellt, ist egal.

VIII. Die Berichterstattungspflicht des Art. 19 Abs. 8 MIFID

Art. 19 Abs. 8 MIFID:

„Die Wertpapierfirma muss dem Kunden in geeigneter Form über die für ihre Kunden erbrachten Dienstleistungen Bericht erstatten. Diese Berichte enthalten gegebenenfalls die Kosten, die mit den im Namen des Kunden durchgeführten Geschäften und den erbrachten Dienstleistungen verbunden sind.“

1. Inhalt des Berichts

Art. 19 Abs. 8 MIFID normiert also eine Pflicht zur Berichterstattung über die für den Kunden erbrachten Dienstleistungen.

a) Inhalt des Berichts bei der Ausführung von Aufträgen außerhalb von Portfolio-Management

²³² vgl. Mülbart, Arbeitspapiere 2005, S. 4 f. u.17

Wenn eine Wertpapierfirma einen nicht das Portfolio-Management betreffenden Auftrag im Namen eines Kunden ausgeführt hat, soll sie ihm gem. Art. 40 Abs. 1 DurchRiLiV die wesentlichen Informationen über die Ausführung des Auftrags übermitteln. Im Falle eines Kleinanlegers ist diesem eine Mitteilung zur Bestätigung der Auftragsausführung zu übermitteln. Diese Auftragsbestätigung soll gem. Art. 40 Abs. 4 DurchRiLiV, soweit relevant, folgende Angaben enthalten:

- Identität der Firma, die die Mitteilung macht;
- Name oder sonstige Bezeichnung des Kunden;
- Handelstag;
- Handelszeitpunkt;
- Art des Auftrags²³³;
- Handelsplatz;
- Instrument;
- Kauf-/Verkaufs-Indikator;
- Menge;
- Stückpreis; Im Falle der Ausführung des Auftrags in Tranchen kann die Wertpapierfirma dem Kunden die Preisinformation in Bezug auf jede Tranche oder den Durchschnittspreis übermitteln. In letzterem Fall soll die Wertpapierfirma dem Kunden auf Wunsch den Preis für jede einzelne Tranche übermitteln, was den anonymen Handel erleichtert;
- Gesamtentgelt;
- Summe der in Rechnung gestellten Provisionen und Auslagen sowie auf Wunsch des Kleinanlegers eine Aufschlüsselung nach Einzelposten;
- Aufgaben des Kunden in Zusammenhang mit der Abrechnung des Geschäfts unter Angabe der Zahlungs- oder Lieferfrist sowie der jeweiligen Konten, sofern diese Angaben und Aufgaben dem Kunden nicht bereits früher mitgeteilt worden sind;
- war die Gegenpartei des Kunden die Wertpapierfirma selbst oder eine Person in der Gruppe, der die Wertpapierfirma angehört, so ist auf diesen

²³³ hiermit ist gem. Erwägungsgrund 55 DurchRiLiV der Status des Auftrags als Limitauftrag, Auftrag zum Marktpreis oder eine bestimmte andere Art von Auftrag gemeint

Umstand hinzuweisen, es sei denn, der Auftrag wurde über ein Handelssystem abgewickelt.

Zusätzlich zu oben genannten Informationen soll eine Wertpapierfirma gem. Art. 40 Abs. 2 DurchRiLiV einem Kunden auf Wunsch Informationen über den Stand seines Auftrags übermitteln. Hierbei soll die Wertpapierfirma gem. Art. 40 Abs. 5 DurchRiLiV Standardcodes verwenden dürfen, sofern sie eine Erläuterung der verwendeten Codes beifügt.

b) Inhalt des Berichts im Fall des Portfolio-Managements

Werden Aufträge im Rahmen der Dienstleistung „Portfolio-Management“²³⁴ ausgeführt, gelten oben genannte Regelungen nicht, sondern die Wertpapierfirmen sollen gem. Art. 41 Abs. 1 DurchRiLiV den betreffenden Kunden regelmäßig Erklärungen betreffend die in ihrem Namen erbrachten Portfolio-Management-Dienstleistungen übermitteln. Diese regelmäßigen Erklärungen sollen für Kleinanleger gem. Art. 41 Abs. 2 DurchRiLiV, soweit relevant, folgende Informationen umfassen:

- Name der Wertpapierfirma;
- Name oder sonstige Bezeichnung des Kontos des Kleinanlegers;
- Erklärung zum Inhalt und zur Bewertung des Portfolios mit Einzelangaben zu jedem gehaltenen Finanzinstrument, seinem Marktwert oder, falls dieser nicht verfügbar ist, dem beizulegenden Zeitwert, dem Kassenbestand zum Beginn und zum Ende des Berichtszeitraums sowie der Wertentwicklung des Portfolios während des Berichtszeitraums;
- Gesamtbetrag der in dem Berichtszeitraum angefallenen Gebühren und Kosten, mindestens aufgeschlüsselt in Gesamtverwaltungsgebühren und Gesamtkosten im Zusammenhang mit der Leistungserbringung, gegebenenfalls mit dem Hinweis, dass auf Wunsch eine detailliertere Aufschlüsselung erhältlich ist;

²³⁴ Das Portfolio-Management ist eine Wertpapierdienstleistung gem. Anhang I, Abschnitt A, Nr. 4 MIFID

- Vergleich der Wertentwicklung während des Berichtszeitraums und der Orientierungsgröße, falls eine solche zwischen Wertpapierfirma und Kunde vereinbart wurde;
- Gesamtbetrag der Dividenden-, Zins- und sonstigen Zahlungen, die während des Berichtszeitraums im Zusammenhang mit dem Kundenportfolio eingegangen sind;
- Informationen über sonstige Maßnahmen des Unternehmens, die Rechte in Bezug auf im Portfolio gehaltene Finanzinstrumente verleihen;
- für jedes im Berichtszeitraum ausgeführte Geschäft, die in Art. 40 Abs. 4 Buchstabe c – e und g – j DurchRiLiV genannten Informationen, es sei denn der Kunde wünscht die Informationen über die ausgeführten Geschäfte jeweils einzeln, da dann Art. 41 Abs. 4 DurchRiLiV anzuwenden ist.

2. Zeitpunkt und Form der Berichterstattung

Art. 19 Abs. 8 MIFID schreibt vor, dass die Berichterstattung *in geeigneter Form* zu erfolgen hat. Zur Frage des Zeitpunkts der Berichterstattung schweigt die Vorschrift.

a) Bericht bzgl. der Ausführung von Aufträgen außerhalb von Portfolio-Management

Nach der Durchführung eines Auftrags für einen Kunden sieht Art. 40 Abs. 1 DurchRiLiV vor, dass die Wertpapierfirma dem Kunden die notwendigen Informationen unverzüglich und auf einem dauerhaften Datenträger²³⁵ zukommen lässt.

Die Auftragsbestätigung für Kleinanleger ist diesen spätestens am ersten Geschäftstag nach der Ausführung des Auftrags zuzusenden, oder, falls die Wertpapierfirma die Bestätigung von einer dritten Partei erhält (den Auftrag

²³⁵ zum Begriff des dauerhaften Datenträgers siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.IV.2.

also nicht selbst ausführte, sondern nur übermittelte), spätestens am ersten Geschäftstag nach Eingang der Bestätigung der dritten Partei.

Im Falle von regelmäßig ausgeführten Aufträgen von Kleinanlegern im Zusammenhang mit Anteilen oder Aktien eines Organismus für gemeinsame Anlagen soll die Wertpapierfirma gem. Art. 40 Abs. 3 DurchRiLiV entweder nach der Ausführung jedes regelmäßigen Auftrags eine Mitteilung zur Bestätigung des Auftrags verschicken, oder die Informationen gem. Art. 40 Abs. 4 DurchRiLiV über die betreffenden Geschäfte dem Kleinanleger mindestens alle sechs Monate übermitteln.

b) Bericht im Fall des Portfolio-Managements

Bei der Erbringung von Portfolio-Management soll die periodische Berichterstattung gem. Art. 41 Abs. 1 DurchRiLiV ebenfalls auf einem dauerhaften Datenträger²³⁶ erfolgen.

In Bezug auf Kleinanleger soll der Zeitpunkt für diese periodische Berichterstattung gem. Art. 41 Abs. 3 DurchRiLiV mindestens alle sechs Monate sein, außer es liegt einer der folgenden Fälle vor:

- wenn der Kunde dies wünscht, ist die regelmäßige Erklärung alle drei Monate vorzulegen (der Kunde ist über sein Recht, entsprechende Wünsche zu äußern, hinzuweisen);
- in Fällen in denen der Kunde die Informationen über ausgeführte Geschäfte jeweils einzeln erhalten möchte, ist die regelmäßige Erklärung mindestens einmal alle zwölf Monate vorzulegen;
- läßt der Vertrag zwischen einer Wertpapierfirma und einem Kleinanleger über eine Portfolio-Management-Dienstleistung ein kreditfinanziertes Portfolio zu, ist die regelmäßige Erklärung mindestens einmal im Monat vorzulegen.

IX. Die Geltung der Wohlverhaltensregeln bei Execution-Only-Geschäften, Art. 19 Abs. 6 MIFID

²³⁶ zum Begriff des dauerhaften Datenträgers siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.IV.2.

Art. 19 Abs. 6 MIFID:

„Die Mitgliedstaaten gestatten Wertpapierfirmen, deren Wertpapierdienstleistungen lediglich in der Ausführung von Kundenaufträgen und/oder der Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen mit oder ohne Nebendienstleistungen bestehen, solche Wertpapierdienstleistungen für ihre Kunden zu erbringen, ohne zuvor die Angaben gem. Art. 19 Abs. 5 MIFID einholen oder bewerten zu müssen, wenn alle der nachstehenden Voraussetzungen erfüllt sind:

- die betreffenden Dienstleistungen beziehen sich auf Aktien, die zum Handel an einem geregelten Markt oder an einem gleichwertigen Markt eines Drittlandes zugelassen sind, Geldmarktinstrumente, Schuldverschreibungen oder sonstige verbriefte Schuldtitel (ausgenommen Schuldverschreibungen oder verbriefte Schuldtitel, in die ein Derivat eingebettet ist), OGAW und andere nicht komplexe Finanzinstrumente. Ein Markt eines Drittlandes gilt als einem geregelten Markt gleichwertig, wenn er Vorschriften unterliegt, die den unter Titel III festgelegten Vorschriften gleichwertig sind. Die Kommission veröffentlicht eine Liste der Märkte, die als gleichwertig zu betrachten sind. Diese Liste wird in regelmäßigen Abständen aktualisiert;
- die Dienstleistung wird auf Veranlassung des Kunden oder potenziellen Kunden erbracht;
- der Kunde oder potenzielle Kunde wurde eindeutig darüber informiert, dass die Wertpapierfirma bei der Erbringung dieser Dienstleistung die Eignung der Instrumente oder Dienstleistungen, die erbracht werden oder angeboten werden, nicht prüfen muss und der Kunde daher nicht in den Genuss des Schutzes der einschlägigen Wohlverhaltensregeln kommt; diese Warnung kann in standardisierter Form erfolgen;
- die Wertpapierfirma kommt ihren Pflichten gemäß Art. 18 MIFID nach.“

1. Anwendungsbereich des Art. 19 Abs. 6 MIFID

Der Anwendungsbereich des Art.19 Abs. 6 MIFID erstreckt sich auf „Wertpapierfirmen, deren Wertpapierdienstleistungen lediglich in der Ausführung von Kundenaufträgen und/oder der Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen mit oder ohne Nebendienstleistungen bestehen“.

Art. 19 Abs. 6 MIFID betrifft also die sog. Execution-Only-Dienstleistungen. Allerdings stellt sich die Frage, ob nur reine Execution-Only-Dienstleister erfasst sind, also solche Wertpapierfirmen, deren gesamtes Wertpapierdienstleistungsangebot lediglich Execution-Only-Dienstleistungen umfasst²³⁷, oder ob die Erbringung einer Execution-Only-Dienstleistung in der jeweiligen Situation ausreicht und das übrige Dienstleistungsangebot der Wertpapierfirma irrelevant ist.

Der Ausdruck „Wertpapierfirmen, deren Wertpapierdienstleistungen ...“ deutet darauf hin, dass nur solche Wertpapierfirmen erfasst sind, deren gesamtes Wertpapierdienstleistungsangebot lediglich Execution-Only-Dienstleistungen umfasst. Nicht erfasst zu sein scheinen jedoch Wertpapierfirmen, die in der jeweiligen Situation eine Execution-Only-Dienstleistung erbringen, aber auch normale Wertpapierdienstleistungen offerieren. In diesem Fall hätte eine Formulierung wie „bei der Erbringung einer Wertpapierdienstleistung, die lediglich in der Ausführung von Kundenaufträgen und/oder der Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen mit oder ohne Nebendienstleistungen besteht, gestatten die Mitgliedstaaten Wertpapierfirmen ...“ nähergelegen.

Ein Blick auf die englische Version des Art. 19 Abs. 6 MIFID legt jedoch ein anderes Verständnis nahe. Dort ist die Rede von „investment firms when providing (execution-only) investment services“, also von Wertpapierfirmen bei der Erbringung von Execution-Only-Dienstleistungen. Die englische Version stellt beim persönlichen Anwendungsbereich also darauf ab, ob die Wertpapierfirma in der jeweiligen Situation eine Execution-Only-Dienstleistung erbringt.

Dieses Verständnis vom Anwendungsbereich des Art. 19 Abs. 6 MIFID stützt auch ein Blick auf Art. 19 Abs. 6 Spiegelstrich 3 MIFID, wonach der Kunde darüber zu informieren ist, dass „die Wertpapierfirma bei der Erbringung dieser Dienstleistung die Eignung (...) nicht prüfen muss“. Folgt man dem Wortlaut der deutschen Version und damit der Ansicht, dass nur reine Execution-Only-Firmen von Art. 19 Abs. 6 MIFID erfasst sind, so ist die Formulierung *bei der Erbringung dieser Dienstleistung* in Art. 19 Abs. 6 Spiegelstrich 3 MIFID überflüssig, denn nachdem die Wertpapierfirma

²³⁷ diese Ansicht vertritt offenbar *Maurenbrecher*, AJP/PJA 2005, 19, 30, Fn. 111 a.E.

ausschließlich Execution-Only-Dienstleistungen erbringt, wäre die Formulierung *bei Erbringung ihrer Dienstleistungen* konsequenter und eindeutiger. Dass es aber *bei Erbringung dieser Dienstleistung* heißt, deutet darauf hin, dass bei Erbringung anderer Dienstleistungen die Eignung zu prüfen ist, die Wertpapierfirma also auch solche Dienstleistungen erbringt, bei denen sie die Eignung zu prüfen hat, die also keine Execution-Only-Dienstleistungen darstellen.

Auch nach dem Sinn und Zweck der Ausnahmegvorschrift, nämlich das günstige Anbieten von Wertpapierdienstleistungen unter Verzicht auf bestimmte Pflichten der Wertpapierfirma zu ermöglichen, ist nicht ersichtlich, warum der Anwendungsbereich nur reine Execution-Only-Firmen erfassen sollte. Ob eine Wertpapierfirma ausschließlich oder auch Execution-Only-Dienstleistungen anbietet, ist kein taugliches Abgrenzungskriterium für den Anwendungsbereich des Art. 19 Abs. 6 MIFID. Entscheidend ist allein, welche Dienstleistung in der jeweiligen Situation erbracht wird.

Der Anwendungsbereich erfasst also Wertpapierfirmen bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen, die lediglich in der Ausführung von Kundenaufträgen und/oder der Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen bestehen.

2. Umfang der Ausnahmeregelung für Execution-Only-Dienstleistungen

Bei der Erbringung von Execution-Only-Dienstleistungen ist die Wertpapierfirma unter bestimmten Voraussetzungen davon befreit, *die Angaben gemäß Absatz 5 einholen oder bewerten zu müssen*. Art. 19 Abs. 6 MIFID befreit also von der Erkundigungspflicht und der Pflicht zum Angemessenheitstest gem. Art. 19 Abs. 5 MIFID.²³⁸

²³⁸ *Maurenbrecher*, AJP/PJA 2005, S. 30, Fn. 111 a.E. spricht nur davon, dass von der Pflicht zur Erstellung eines Kundenprofils befreit werde. Aber natürlich ist auch die Pflicht zum Angemessenheitstest mitumfasst, denn es ist in Art. 19 Abs. 6 MIFID auch von der Befreiung von der *Bewertung* der eingeholten Angaben die Rede, womit eindeutig der Angemessenheitstest angesprochen ist.

Es ist jedoch zu beachten, dass die Befreiung nur hinsichtlich Art. 19 Abs. 5 MIFID gilt, zur Einhaltung aller übrigen Wohlverhaltensregeln bleibt die Wertpapierfirma verpflichtet. Insbesondere die Informationspflicht gem. Art. 19 Abs. 3 MIFID muss auch bei Execution-Only-Dienstleistungen beachtet werden.

3. Voraussetzungen der Befreiung

Gem. Art. 19 Abs. 6 MIFID gibt es vier Voraussetzungen für die Befreiung von der Pflicht gem. Art. 19 Abs. 5 MIFID.

Diese sind im Einzelnen, dass (a) die Dienstleistungen sich auf nicht komplexe Finanzinstrumente beziehen (Art. 19 Abs. 6 Spiegelstrich 1), (b) die Dienstleistung auf Veranlassung des Kunden erbracht wird (Spiegelstrich 2), (c) die Warnung des Kunden (Spiegelstrich 3) und (d) die Erfüllung der Pflichten gem. Art. 18 MIFID (Spiegelstrich 4).

a) nicht komplexe Finanzinstrumente

Art. 19 Abs. 6 Spiegelstrich 1 MIFID enthält eine nicht abschließende Aufzählung von Finanzinstrumenten, die als nicht komplexe Finanzinstrumente anzusehen sind. Ein anderes, dort nicht genanntes Finanzinstrument soll gem. Art. 39 DurchRiLiV dann als nicht komplexes Finanzinstrument angesehen werden, wenn es folgende Kriterien erfüllt:

- es fällt nicht unter Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 c MIFID oder unter Anhang I Abschnitt C Nr. 4 – 10 MIFID;
- es bestehen häufig Möglichkeiten zur Veräußerung, zum Rückkauf oder zur sonstigen Realisierung des betreffenden Instruments zu Kursen, die für die Marktbeteiligten öffentlich verfügbar sind und bei denen es sich entweder um Marktkurse oder um Kurse aufgrund von Bewertungssystemen handelt, die vom Emittenten unabhängig sind;
- es beinhaltet keine bestehende oder potentielle Verpflichtung für den Kunden, die über die Anschaffungskosten des Instruments hinausgeht;
- es sind in angemessenem Umfang Informationen über die Merkmale des betreffenden Finanzinstruments öffentlich verfügbar, die so gut

verständlich sein müssen, dass der durchschnittliche Kleinanleger in die Lage versetzt wird, hinsichtlich eines Geschäfts mit dem betreffenden Instrument eine informierte Entscheidung zu treffen.

b) auf Veranlassung des (potentiellen) Kunden

Gem. Erwägungsgrund 30 zur MIFID sollte eine Wertpapierdienstleistung als auf Veranlassung eines Kunden erbracht angesehen werden, es sei denn, der Kunde fordert diese Leistung als Reaktion auf eine an ihn persönlich gerichtete Mitteilung der Wertpapierfirma oder im Namen dieser Firma an, mit der er zum Kauf eines bestimmten Finanzinstruments oder zum Abschluss eines bestimmten Geschäfts aufgefordert wird oder bewogen werden soll. Eine Wertpapierdienstleistung kann auch dann als auf Veranlassung des Kunden erbracht betrachtet werden, wenn der Kunde auf der Grundlage einer beliebigen Mitteilung, die Werbung oder ein Kaufangebot gleich welcher Art für Finanzinstrumente enthält und sich an das Publikum generell oder eine größere Gruppe oder Gattung von Kunden oder potentiellen Kunden richtet, diese Dienstleistung anfordert.²³⁹

Grundsätzlich ist also davon auszugehen, dass eine Wertpapierdienstleistung auf Veranlassung des Kunden erbracht wurde. Eine Ausnahme hiervon liegt aber vor, wenn der Kunde auf eine an ihn persönlich gerichtete Mitteilung (im Gegensatz zu einer beliebigen Mitteilung, die sich an das Publikum generell oder eine größere Gruppe oder Gattung von (potentiellen) Kunden richtet) reagiert.

In folgendem Beispiel wurde eine Wertpapierdienstleistung also nicht auf Veranlassung des Kunden erbracht:

Kunde K erhält eine Mitteilung der Wertpapierfirma W, die lautete: „Sehr geehrter K, wir möchten sie darauf hinweisen, dass unsere Firma ihnen den

²³⁹ Bereits CESR war der Ansicht, dass zur Beurteilung, wann eine Wertpapierdienstleistung als auf Veranlassung des Kunden erbracht angesehen werden kann, Erwägungsgrund 30 zur MIFID ausreichend ist. Durchführungsmaßnahmen zu dieser Frage hielt CESR deshalb für überflüssig. Dieser Ansicht folgte nun auch die Kommission, denn sie schlägt hierzu keine Durchführungsmaßnahme vor.

Kauf von A-aktien derzeit zu besonders günstigen Preisen anbieten kann.“ Daraufhin wendet sich K an W mit der Bitte, ihm A-aktien zu kaufen. Lautet die Mitteilung der W dagegen: „Sehr geehrte Kunden unseres Hauses, ...“ und wendet sich K nun an W mit der Bitte, ihm A-aktien zu kaufen, so gilt die Wertpapierdienstleistung als auf Veranlassung des Kunden erbracht.

c) Warnung

Die Warnung gem. Art. 19 Abs. 6 Spiegelstrich 3 MIFID muss dem (potentiellen) Kunden klar machen, dass die Wertpapierfirma bei der Erbringung dieser Execution-Only-Dienstleistung die *Eignung* der Instrumente oder Dienstleistungen, die erbracht werden oder angeboten werden, nicht prüft.²⁴⁰

Obwohl Art. 19 Abs. 6 Spiegelstrich 3 MIFID davon spricht, dass die *Eignung* der Instrumente oder Dienstleistungen nicht geprüft wird (auch der englische Text spricht hier von *suitability*) geht es darum, dass die *Angemessenheit* der Instrumente oder Dienstleistungen nicht geprüft wird. Art. 19 Abs. 6 MIFID befreit von der Erkundigungspflicht und der Pflicht zum *Angemessenheitstest* gem. Art. 19 Abs. 5 MIFID. Der Kunde ist also davor zu warnen, dass die Angemessenheit der Instrumente oder Dienstleistungen nicht geprüft wird, er also nicht in den Genuss des Schutzes der einschlägigen Wohlverhaltensregeln kommt.

Diese Warnung kann in standardisierter Form erfolgen, muss aber eindeutig sein.

d) Pflichten gem. Art. 18 MIFID

Als letzte Voraussetzung hat die Wertpapierfirma ihren Pflichten gem. Art. 18 MIFID nachzukommen.

²⁴⁰ Zur Frage des Inhalts der Warnung verzichtete CESR auf Vorschläge zu Durchführungsmaßnahmen, da der Richtlinienentwurf als völlig klar in Bezug hierauf angesehen wurde. Dem folgend finden sich hierzu auch keine Vorschriften im Vorschlag der Kommission.

Die Wertpapierfirma muss also gem. Art. 18 Abs. 1 MIFID, alle angemessenen Vorkehrungen treffen, um Interessenskonflikte zu erkennen und gem. Art. 18 Abs. 2 MIFID dem Kunden diese Interessenskonflikte mitteilen, wenn nicht vermieden werden kann, dass sie die Kundeninteressen beeinträchtigen.

X. Die Geltung der Wohlverhaltensregeln bei der „Erbringung von Dienstleistungen über eine andere Wertpapierfirma“, Art. 20 MIFID

Art. 20 MIFID:

„Die Mitgliedstaaten gestatten einer Wertpapierfirma, die über eine andere Wertpapierfirma eine Anweisung erhält, Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen im Namen eines Kunden zu erbringen, sich auf Kundeninformationen zu stützen, die von letzterer Firma weitergeleitet werden. Die Verantwortung für die Vollständigkeit und Richtigkeit der weitergeleiteten Anweisungen verbleibt bei der Wertpapierfirma, die die Anweisungen übermittelt.

Die Wertpapierfirma, die eine Anweisung erhält, auf diese Art Dienstleistungen im Namen eines Kunden zu erbringen, darf sich auch auf Empfehlungen in Bezug auf die Dienstleistung oder das Geschäft verlassen, die dem Kunden von einer anderen Wertpapierfirma gegeben wurden. Die Verantwortung für die Eignung der Empfehlung oder der Beratung für den Kunden verbleibt bei der Wertpapierfirma, welche die Anweisungen übermittelt.

Die Verantwortung für die Erbringung der Dienstleistung oder den Abschluss des Geschäfts auf der Grundlage solcher Angaben oder Empfehlungen im Einklang mit den einschlägigen Bestimmungen dieses Titels verbleibt bei der Wertpapierfirma, die die Kundenanweisungen oder –aufträge über eine andere Wertpapierfirma erhält.“

1. Die Art. 20 MIFID zugrundeliegende Fallkonstellation

Art. 20 MIFID regelt den Fall, dass die Wertpapierfirma, an die sich ein Kunde wegen der Erbringung von Dienstleistungen wendet, diese Dienstleistung nicht

selbst erbringt, sondern eine andere Wertpapierfirma anweist, diese Dienstleistung zu erbringen.

Dieser Fall tritt häufig auf, denn die meisten deutschen Banken und Kreditinstitute sind selbst nicht Mitglied einer deutschen Börse, so dass sie selbst nicht dort handeln können, sondern weisen bei Erhalt entsprechender Kundenaufträge eine andere Wertpapierfirma an, diese Transaktion für sie vorzunehmen.

Die Überschrift des Art. 20 MIFID *-Erbringung von Dienstleistungen über eine andere Wertpapierfirma-* ist allerdings missverständlich:

a) Art. 20 MIFID richtet sich an die ausführende Firma

Die Überschrift des Art. 20 MIFID deutet an, dass hier Regelungen getroffen werden für die Erbringung von Dienstleistungen über eine andere Wertpapierfirma, dass sich Art. 20 MIFID also an die Firma wendet, die in Kontakt mit dem Kunden steht und eine Anweisung an eine andere Wertpapierfirma erteilt (= anweisende Firma oder Kundenfirma). Sieht man sich die drei Absätze von Art. 20 MIFID allerdings im Einzelnen an, so muss man feststellen, dass sich Art. 20 MIFID an die andere Wertpapierfirma richtet, nämlich die, die über eine andere Wertpapierfirma eine Anweisung erhält und diese sodann ausführt (= ausführende Firma oder Börsenfirma).

Art. 20 Abs. 1 MIFID regelt, dass sich die *Wertpapierfirma, die über eine andere Wertpapierfirma eine Anweisung erhält, Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen im Namen eines Kunden zu erbringen*, also die ausführende Firma, auf bestimmte Informationen stützen darf.

Gem. Art. 20 Abs. 2 MIFID darf sich die *Wertpapierfirma, die eine Anweisung erhält*, also ebenfalls die ausführende Firma, auf bestimmte Empfehlungen verlassen.

Art. 20 Abs. 3 MIFID regelt, welche Verantwortung bei der *Wertpapierfirma, die die Kundenanweisungen oder –aufträge über eine andere Wertpapierfirma erhält*, also wiederum der ausführenden Firma, verbleibt.

b) Dienstleistungserbringung durch die ausführende Firma

Die Überschrift des Art. 20 MIFID sollte lauten „Die Erbringung von Dienstleistungen auf Anweisung einer anderen Wertpapierfirma“²⁴¹, denn ihrem Wortlaut nach deutet die Überschrift des Art. 20 MIFID an, dass in den Fallkonstellationen des Art. 20 MIFID die anweisende Firma eine Wertpapierdienstleistung erbringt, nämlich über eine andere Wertpapierfirma, und dass nicht die ausführende Firma diejenige ist, die eine Wertpapierdienstleistung erbringt.

Ein genauer Blick auf die Formulierungen des Art. 20 MIFID zeigt jedoch, dass die ausführende Firma die Wertpapierdienstleistung erbringt.

Art. 20 Abs. 1 MIFID formuliert, dass die ausführende Firma *„eine Anweisung erhält, Wertpapierdienstleistungen (...) im Namen eines Kunden zu erbringen“*.

Art. 20 Abs. 1 MIFID sagt also, dass die ausführende Firma die Wertpapierdienstleistung im Namen eines Kunden erbringt, ansonsten hätte die Formulierung des Art. 20 Abs. 1 MIFID lauten müssen: *„eine Wertpapierfirma, die von einer anderen Wertpapierfirma die Anweisung erhält, für diese Wertpapierdienstleistungen auszuführen“*.

Auch die Formulierung des Art. 20 Abs. 2 MIFID geht in diese Richtung. Danach erhält die ausführende Firma eine Anweisung, *„auf diese Art Dienstleistungen im Namen eines Kunden zu erbringen“*. Auch hier kommt klar zum Ausdruck, dass die ausführende Firma die Dienstleistung im Namen eines Kunden erbringt, ansonsten müsste es auch hier lauten: *„die Wertpapierfirma, die angewiesen wird, für eine andere Wertpapierfirma Dienstleistungen auszuführen“*.

Die Formulierungen des Art. 20 MIFID zeigen also deutlich, dass Art. 20 MIFID die ausführende Firma als diejenige betrachtet, die eine Wertpapierdienstleistung für den Kunden erbringt.

Art. 20 MIFID folgt also nicht dem Konzept, dass die Firma, die in Kontakt mit dem Kunden steht und von diesem einen Auftrag erhält, dem Kunden gegenüber alleine eine Wertpapierdienstleistung erbringt und sich hierzu lediglich einer anderen Wertpapierfirma bedient, sondern dass in Art. 20 - Situationen zwei Wertpapierdienstleistungen vorliegen: Die anweisende Firma erbringt die Wertpapierdienstleistung *„Annahme und Übermittlung von*

²⁴¹ vgl. Mülbart, Arbeitspapiere 2005, S. 10

Aufträgen, die ein oder mehrere Finanzinstrument(e) zum Gegenstand haben“ gem. Anhang I, Abschnitt A, Nr. 1 MIFID. Die ausführende Firma erbringt die Wertpapierdienstleistung gem. Anhang I, Abschnitt A, Nr. 2 MIFID, „Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden“.

2. Der Wohlverhaltensdurchgriff des Art. 20 MIFID

Wie oben erläutert²⁴², erbringt die ausführende Firma also direkt eine Wertpapierdienstleistung für den Kunden.

Die Konsequenz hieraus ist, dass die ausführende Firma als diejenige, die für den Kunden eine Wertpapierdienstleistung erbringt, grundsätzlich zur Einhaltung der Wohlverhaltensregeln des Art. 19 MIFID gem. Art. 19 Abs. 1 MIFID verpflichtet ist.²⁴³ Hiermit führt Art. 20 MIFID den Wohlverhaltensdurchgriff ein.

3. Die Regelung des Art. 20 Abs. 1 MIFID

Art. 20 Abs. 1 MIFID trifft zwei verschiedene Regelungen: zum einen darf sich die ausführende Firma gem. Art. 20 Abs. 1 Satz 1 MIFID auf Kundeninformationen stützen, die von der anweisenden Firma weitergeleitet werden; zum anderen verbleibt die Verantwortung für die Vollständigkeit und Richtigkeit der weitergeleiteten Anweisungen gem. Art. 20 Abs. 1 Satz 2 MIFID bei der anweisenden Firma.

Die Regelung des Art. 20 Abs. 1 S. 1 MIFID betrifft die Erkundigungspflicht der ausführenden Firma gem. Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 1 MIFID.²⁴⁴ Nach dem Wortlaut der Vorschrift verbleibt die Erkundigungspflicht grundsätzlich bei der ausführenden Firma, sie darf sich lediglich auf *weitergeleitete* Kundeninformationen stützen. Werden keine Kundeninformationen

²⁴² Gliederungspunkt Kapitel 2, C.X.1.b)

²⁴³ vgl. Mülbart, Arbeitspapiere 2005, S. 13

²⁴⁴ Die ausführende Firma erbringt die Wertpapierdienstleistung „Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden“ und unterliegt somit der des Art. 19 Abs. 5 MIFID.

weitergeleitet, auf die sie sich stützen kann, oder sind die weitergeleiteten Kundeninformationen unzureichend, dann ist die ausführende Firma verpflichtet, sich die (ausreichenden) Kundeninformationen zu verschaffen.

Diese Sichtweise wird bestätigt, wenn man sich die Unterlagen zum Verfahrensgang ansieht.

In der Stellungnahme des Parlaments zur 1. Lesung wird zu Art. 18 Abs. 10 des Richtlinienvorschlags, der Vorgängernorm des Art. 20 MIFID, folgende Änderung vorgeschlagen: Es sollte angefügt werden, „dass (das ausführende Wertpapierhaus) nicht verpflichtet ist, Informationen über den betreffenden Kunden dieses anderen Wertpapierhauses einzuholen.“ Im gemeinsamen Standpunkt des Rates findet sich dieser Änderungsvorschlag bei Art. 20 nicht berücksichtigt, was bedeutet, dass eine diesbezügliche Änderung nicht gewünscht war.

Eine Befreiung der ausführenden Firma von der Erkundigungspflicht des Art. 19 Abs. 5 MIFID normiert Art. 20 Abs. 1 MIFID also nicht, sondern lediglich eine Erleichterung.

Gem. Art. 20 Abs. 1 S. 2 MIFID ist die anweisende Firma dafür verantwortlich, dass die weitergeleiteten *Anweisungen* vollständig und richtig sind. Damit sind nicht die Kundeninformationen angesprochen, sondern die Anweisungen an die ausführende Firma, Wertpapierdienstleistungen im Namen eines Kunden zu erbringen, also z.B. die Anweisung, jene Aktien zu kaufen oder zu verkaufen. Dass diese Anweisungen vollständig und richtig sind, dafür ist die anweisende Firma verantwortlich. Die ausführende Firma braucht also nicht beim Kunden nachzufragen, welche Wertpapierdienstleistung sie für ihn erbringen soll.

4. Die Regelung des Art. 20 Abs. 2 MIFID

Gem. Art. 20 Abs. 2 MIFID darf sich die ausführende Firma auch auf Empfehlungen in Bezug auf die Dienstleistung oder das Geschäft verlassen, die dem Kunden von einer anderen Wertpapierfirma gegeben wurden. Die Verantwortung für die Eignung der Empfehlung oder der Beratung für den Kunden verbleibt bei der anweisenden Firma.

Die ausführende Firma ist nach den Wohlverhaltensregeln nicht verpflichtet, den Kunden zu beraten. Eine Beratungspflicht besteht nur bei Anlageberatung (vgl. oben zu Art. 19 Abs. 4 MIFID), die ausführende Firma erbringt aber die Wertpapierdienstleistung „Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden“. Damit kann Art. 20 Abs. 2 MIFID sich nur auf die Pflicht zum Angemessenheitstest gem. Art. 19 Abs. 5 MIFID beziehen. Art. 20 Abs. 2 MIFID ist also folgendermaßen zu verstehen:

Hat die anweisende Firma den Angemessenheitstest gemacht und die vom Kunden gewünschte Wertpapierdienstleistung bzw. das vom Kunden gewünschte Produkt für angemessen befunden, so darf sich die ausführende Firma auf diese Beurteilung verlassen, sie braucht die Angemessenheit nicht erneut zu prüfen. Die anweisende Firma ist dafür verantwortlich, dass die Angemessenheit richtig beurteilt wurde. Allerdings gilt dies, wie bei Art. 20 Abs. 1 MIFID, nur, wenn die anweisende Firma den Angemessenheitstest auch durchgeführt hat. Sollte die anweisende Firma die Angemessenheit erst gar nicht beurteilt haben, dann verbleibt diese Pflicht bei der ausführenden Firma. Damit regelt Art. 20 Abs. 2 MIFID keine generelle Befreiung der ausführenden Firma von der Pflicht zum Angemessenheitstest, sondern nur eine Befreiung für den Fall, dass die anweisende Firma die Angemessenheit bereits prüfte.

5. Die Regelung des Art. 20 Abs. 3 MIFID

Art. 20 Abs. 3 MIFID bestimmt, dass der ausführenden Firma die Verantwortung für die Erbringung der Dienstleistung oder den Abschluss des Geschäfts im Einklang mit den einschlägigen Bestimmungen dieses Titels verbleibt.

Die Bestimmungen dieses Titels sind die Art. 5 – 35 MIFID. Es stellt sich jedoch die Frage, welche Bestimmungen *einschlägig* sind für die Erbringung der Dienstleistung oder den Abschluss des Geschäfts. Als einschlägige Bestimmungen für die Erbringung von Dienstleistungen kommen die Wohlverhaltensregeln gem. Art. 19 MIFID in Betracht, für den Abschluss eines Geschäfts gelten die Pflichten zur kundengünstigsten Auftragsausführung und zur Bearbeitung von Kundenaufträgen gem. Art. 21 und 22 MIFID.

Der englische Richtlinien text des Art. 20 MIFID spricht davon, dass die ausführende Firma verantwortlich bleiben soll „for concluding the service and transaction“. Die englische Version spricht also nicht von einer Verantwortlichkeit für die Erbringung der Dienstleistung („for providing the service“), sondern von der Verantwortlichkeit für den Abschluss²⁴⁵ der Dienstleistung und Transaktion. Einschlägige Bestimmungen für den Abschluss einer Dienstleistung bzw. eines Geschäfts sind aber nicht die Wohlverhaltensregeln des Art. 19 MIFID, sondern die Pflichten gem. Art. 21 und 22 MIFID. Dies sei an folgendem Beispiel erläutert:

Kunde K wendet sich an die Wertpapierfirma W1 mit dem Wunsch A-Aktien zu kaufen. W1 nimmt diesen Auftrag entgegen und übermittelt ihn an die Wertpapierfirma W2 mit der Anweisung, für K diese A-Aktien zu kaufen.

Gem. Art. 20 Abs. 3 MIFID ist die ausführende Firma W2 bei „Erbringung der Dienstleistung oder beim Abschluss des Geschäfts“, also beim eigentlichen Kauf der A-Aktien (nicht im Vorfeld des Kaufs) dafür verantwortlich, dass sie die *einschlägigen* Bestimmungen der Art. 5 – 35 MIFID einhält. Einschlägige Bestimmungen, die den Kauf von Aktien betreffen, sind Art. 21 MIFID (Pflicht zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen) und Art. 22 MIFID (Vorschriften für die Bearbeitung von Kundenaufträgen).²⁴⁶

Die Pflichten nach Art. 21 und 22 MIFID treffen in Art. 20 – Situationen also gem. Art. 20 Abs. 3 MIFID die ausführende Firma, nicht die anweisende Firma.

6. Erfüllung der Informationspflicht gem. Art. 19 Abs. 3 MIFID durch die ausführenden Firma

Die ausführende Firma unterliegt der Informationspflicht des Art. 19 Abs. 3 MIFID. Art. 20 MIFID befreit sie hiervon nicht.

Die ausführende Firma ist also verpflichtet, dem Kunden die in Art. 19 Abs. 3 MIFID genannten Informationen zu geben. Nachdem die ausführende Firma in Art. 20 – Situationen jedoch keinen direkten Kundenkontakt hat, fällt die

²⁴⁵ Das englische Wort „to conclude“ bedeutet im Deutschen „abschließen, beenden“.

²⁴⁶ vgl. Mülbart, Arbeitspapiere 2005, S. 16

direkte Erfüllung der Informationspflicht durch die ausführende Firma schwer. Hier bietet sich folgende Lösung an: Die ausführende Firma bedient sich, was die Erteilung der Informationen angeht, der anweisenden Firma als Vertreter.²⁴⁷ Zu beachten ist allerdings, dass natürlich die Informationen über die Wertpapierfirma und ihre Dienstleistungen, Art. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 1 MIFID, Informationen über die ausführende Firma und deren Dienstleistungen sein müssen. Die Verantwortung für die gehörige Erfüllung der Informationspflicht verbleibt bei der ausführenden Firma.

7. Erfüllung der Berichterstattungspflicht gem. Art. 19 Abs. 8 MIFID durch die ausführende Firma

Auch dieser Pflicht unterliegt die ausführende Firma in Art. 20 – Situationen. Ebenso wie bei der Erfüllung der Informationspflicht des Art. 19 Abs. 3 MIFID stellt sich auch hier die Schwierigkeit des mangelnden Kundenkontakts, zu deren Lösung sich die oben dargestellte Vertreterkonstruktion anbietet.

8. Erfüllung der Aufzeichnungspflicht gem. Art. 19 Abs. 7 MIFID durch die ausführenden Firma²⁴⁸

Wie bereits oben erläutert, normiert Art. 19 Abs. 7 MIFID zugleich die Pflicht, jede Wertpapierdienstleistung auf vertraglicher Grundlage zu erbringen. Im Hinblick auf Art. 20 – Situationen hat dies zur Folge, dass die ausführende Firma einen Vertrag mit dem Kunden zu schließen hat.

XI. Die Pflicht zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen gem. Art. 19 Abs. 1, Art. 21 MIFID

Art. 21 Abs. 1 MIFID:

„Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierfirmen bei der Ausführung von Aufträgen unter Berücksichtigung des Kurses, der Kosten, der

²⁴⁷ so auch *Mülbert*, Arbeitspapiere 2005, S. 13

²⁴⁸ vgl. *Mülbert*, Arbeitspapiere 2005, S. 14-16

Schnelligkeit, der Wahrscheinlichkeit der Ausführung und Abwicklung²⁴⁹, des Umfangs, der Art und aller sonstigen, für die Auftragsausführung relevanten Aspekte alle angemessenen Maßnahmen ergreifen, um das bestmögliche Ergebnis für ihre Kunden zu erreichen. Liegt jedoch eine ausdrückliche Weisung des Kunden vor, so führt die Wertpapierfirma den Auftrag gemäß dieser ausdrücklichen Weisung aus.“

Art. 21 Abs. 2 MIFID:

„Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierfirmen wirksame Vorkehrungen für die Einhaltung von Absatz 1 treffen und anwenden. Die Mitgliedstaaten schreiben insbesondere vor, dass Wertpapierfirmen Grundsätze der Auftragsausführung festlegen und anwenden, die es ihnen erlaubt, für die Aufträge ihrer Kunden das bestmögliche Ergebnis in Einklang mit Absatz 1 zu erzielen.“

Art. 21 Abs. 3 MIFID:

„Die Grundsätze der Auftragsausführung enthält für jede Gattung von Finanzinstrumenten Angaben zu den verschiedenen Handelsplätzen, an denen die Wertpapierfirma Aufträge ihrer Kunden ausführt, und die Faktoren, die für die Wahl des Ausführungsplatzes ausschlaggebend sind. Es werden zumindest die Handelsplätze genannt, an denen die Wertpapierfirma gleich bleibend die bestmöglichen Ergebnisse bei der Ausführung von Kundenaufträgen erzielen kann.

Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierfirmen ihre Kunden über ihre Grundsätze der Auftragsausführung in geeigneter Form informieren. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierfirmen die vorherige Zustimmung ihrer Kunden zu ihrer Ausführungspolitik einholen.

Für den Fall, dass die Grundsätze der Auftragsausführung vorsehen, dass Aufträge außerhalb eines geregelten Marktes oder eines MTF ausgeführt werden dürfen, schreiben die Mitgliedstaaten vor, dass die Wertpapierfirma

²⁴⁹ Beachte hierzu die Berichtigung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. L 145 vom 30 April 2004, Nr. 7, wonach es anstatt der ursprünglichen Fassung „Abrechnung“ nun „Abwicklung“ heißen muss.

ihre Kunden oder potentielle Kunden insbesondere auf diese Möglichkeit hinweisen muss. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierfirmen die vorherige ausdrückliche Zustimmung der Kunden einholen, bevor sie Kundenaufträge außerhalb eines geregelten Marktes oder eines MTF ausführen. Wertpapierfirmen können diese Zustimmung entweder in Form einer allgemeinen Vereinbarung oder zu jedem Geschäft einzeln einholen.“

Art. 21 Abs. 4 MIFID:

„Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierfirmen die Effizienz ihrer Vorkehrungen zur Auftragsausführung und ihrer Ausführungspolitik überwachen, um Mängel festzustellen und gegebenenfalls zu beheben. Insbesondere prüfen sie regelmäßig, ob die in der Ausführungspolitik genannten Handelsplätze das bestmögliche Ergebnis für die Kunden erbringen oder ob die Vorkehrungen zur Auftragsausführung geändert werden müssen. Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierfirmen ihren Kunden wesentliche Änderungen ihrer Vorkehrungen zur Auftragsausführung oder ihrer Ausführungspolitik mitteilen.“

Art. 21 Abs. 5 MIFID:

„Die Mitgliedstaaten schreiben Wertpapierfirmen vor, ihren Kunden auf deren Anfragen nachzuweisen, dass sie deren Aufträge im Einklang mit den Ausführungsgrundsätzen der Firma ausgeführt haben.“

Art. 21 MIFID regelt also die Pflicht zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen.

1. Anwendungsbereich

Der Anwendungsbereich der Pflicht zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen erfasst Wertpapierfirmen *bei der Ausführung von Aufträgen*. Damit ist die Erbringung der Wertpapierdienstleistung *Ausführen von Aufträgen im Namen von Kunden* gem. Anhang I Abschnitt A Nr. 2 MIFID gemeint. Bei der Erbringung dieser Dienstleistung unterliegt eine Wertpapierfirma also der Pflicht zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen.

Diesen Anwendungsbereich möchte die Kommission über die Durchführungsvorschriften in zweifacher Hinsicht erweitern.

Zum einen sollen Wertpapierfirmen nach Art. 45 Abs. 1 DurchRiLiV bei der Erbringung von Portfolio-Management-Dienstleistungen zur Erfüllung von Anforderungen verpflichtet werden, die den in Art. 21 MIFID vorgeschriebenen Anforderungen entsprechen, wenn sie aufgrund von Handelsentscheidungen Geschäfte tätigen, wobei die Bezugnahme in Art. 21 MIFID auf die Ausführung von Aufträgen als Bezugnahme auf die Ausführung von Geschäften zu verstehen sein soll, denen Entscheidungen der Wertpapierfirma zugrunde liegen, mit Finanzinstrumenten im Namen ihres Kunden zu handeln.

Zum anderen sollen Wertpapierfirmen gem. Art. 45 Abs. 2 DurchRiLiV bei der Annahme und Weiterleitung von Aufträgen verpflichtet werden, Anforderungen, die den in Art. 21 MIFID vorgeschriebenen Anforderungen entsprechen, zu erfüllen, wenn sie Kundenaufträge annehmen und weiterleiten, wobei die Bezugnahme in Art. 21 MIFID auf die Ausführung von Aufträgen als Bezugnahme auf die Weiterleitung von Aufträgen an ein anderes Unternehmen zur Ausführung zu verstehen sein soll.

Fraglich ist jedoch, auf welcher Rechtsgrundlage die Erweiterung des Anwendungsbereichs des Art. 21 MIFID über dessen Wortlaut hinaus erfolgt.

Eine Auslegung des Art. 21 MIFID dahingehend, dass der Wortlaut *bei der Ausführung von Aufträgen* auch die Ausführung von Entscheidungen der Wertpapierfirma, im Namen ihrer Kunden mit Finanzinstrumenten zu handeln, bzw. die Übermittlung von Aufträgen an eine andere juristische Person zum Zwecke der Ausführung, umfasst, ist nicht möglich. Damit würde der Wortlaut des Art. 21 MIFID schlichtweg ignoriert.

Der CESR-Vorschlag hierzu²⁵⁰ wollte diese Erweiterung des Anwendungsbereichs des Art. 21 MIFID über Art. 19 Abs. 1 MIFID vornehmen.²⁵¹ Bei der Erbringung von Portfolio-Management und Auftragsannahme und -übermittlung soll die Verpflichtung, ehrlich, redlich

²⁵⁰ CESR/05-290b, Box 13

²⁵¹ Dies ergibt sich daraus, dass CESR diesen Vorschlag als einen Vorschlag zu Art. 19 Abs. 1 MIFID machte.

und professionell im bestmöglichen Interesse des Kunden zu handeln, beinhalten, dass die Wertpapierfirma der Pflicht zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen nachkommt. Die Überschrift des Art. 45 DurchRiLiV, dass diese Vorschrift zu Art. 19 Abs. 1 MIFID ergeht, deutet darauf hin, dass die Kommission ebenfalls diese Ansicht vertritt. Dem ist zuzustimmen:

Wertpapierfirmen, die die Wertpapierdienstleistung Portfolio-Management oder Auftragsannahme und -übermittlung erbringen, suchen für ihre Kunden oft, als Teil dieser Dienstleistung eine oder mehrere Wertpapierfirmen aus, damit diese die Wertpapierdienstleistung Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden erbringen, und manchmal weisen sie diese auch an, wie und wo die Ausführung erfolgen soll. Wertpapierfirmen, die Portfolio-Management oder Auftragsannahme und -übermittlung erbringen, spielen also oft eine wichtige Rolle bei der Bestimmung der Qualität der Auftragsausführung, die ihre Kunden erhalten. Besonders wichtig wird die Bedeutung der Wertpapierfirma, die Portfolio-Management oder Auftragsannahme und -übermittlung erbringt, dann, wenn die Wertpapierfirma, die die Auftragsausführung übernimmt, selbst nicht der Pflicht zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen gem. Art. 21 MIFID unterliegt. Dies ist beispielsweise dann der Fall, wenn die Wertpapierfirma, die die Auftragsausführung übernimmt, in einem Drittstaat ansässig ist und handelt, und deshalb der MIFID insgesamt schon gar nicht unterliegt. In diesem Fall stünde der Kunde ohne den Schutz der Pflicht zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen da.²⁵²

Vor diesem Hintergrund gehört zu einem ehrlichen, redlichen und professionellen Handeln im bestmöglichen Interesse des Kunden, dass die Wertpapierfirma, auch wenn sie selbst nur Portfolio-Management oder Auftragsannahme und -übermittlung erbringt und somit nicht direkt der Pflicht des Art. 21 MIFID unterliegt, für die kundengünstigste Ausführung des Auftrags sorgt.

Erwägungsgrund 63 DurchRiLiV sagt ausdrücklich, dass hier keine Verdopplung der Pflicht zur kundengünstigsten Ausführung sowohl bei einer

²⁵² vgl. CESR/05-290b, Explanatory text zu Art. 19 Abs. 1 MIFID – Best Execution and Order Handling for Portfolio-Management and Order Reception and Transmission

Wertpapierfirma, die die Dienstleistung der Annahme und Weiterleitung von Aufträgen oder des Portfolio-Managements erbringt, als auch bei der Wertpapierfirma, an die diese ihre Aufträge zur Ausführung übermittelt, gewünscht ist. Dementsprechend ist beabsichtigt, dass die erste Firma unbeschadet ihrer Verpflichtung zur kundengünstigsten Ausführung bei der Weiterleitung von Aufträgen an andere Einrichtungen zur Ausführung alle angemessenen Vorkehrungen trifft, um solche Einrichtungen auszuwählen, die bei der Ausführung dieser Aufträge am ehesten das bestmögliche Ergebnis erzielen. Eine Wertpapierfirma, die Aufträge an eine andere Firma zur Ausführung übermittelt, sollte auch die Qualität der Ausführung durch diese Firma überwachen, um auftretende Mängel festzustellen und gegebenenfalls zu beheben. Bei richtiger Erfüllung dieser Pflichten sollte die erste Firma berechtigt sein, sich auf die Fähigkeiten der anderen Firma, das bestmögliche Ergebnis zu erzielen, zu verlassen.

2. Bestimmung des bestmöglichen Ergebnisses

Gem. Art. 21 Abs. 1 MIFID sind Wertpapierfirmen verpflichtet, unter Berücksichtigung bestimmter Aspekte alle Maßnahmen zu ergreifen, um das bestmögliche Ergebnis für ihre Kunden zu erreichen.

Art. 21 Abs. 1 MIFID nennt hierzu verschiedene zu berücksichtigende Aspekte. Diese Aufzählung ist allerdings weder abschließend, denn es sind auch *alle sonstigen relevanten Aspekte* zu berücksichtigen, noch trifft sie eine Aussage über die relative Bedeutung der verschiedenen Faktoren.

Bei der Ausführung eines Kundenauftrags muss die Wertpapierfirma also die relative Bedeutung dieser genannten Aspekte im Hinblick auf die Erreichung des bestmöglichen Ergebnisses bestimmen. Diese Bestimmung der relativen Bedeutung der Aspekte soll gem. Art. 44 Abs. 1 DurchRiLiV²⁵³ nach folgenden Kriterien erfolgen:

- Merkmale des Kunden und dessen Einstufung als Kleinanleger oder als professioneller Kunde;

²⁵³ vgl. hierzu Art. 17 Abs. 1 des zweiten überarbeiteten Arbeitsdokuments der

Kommission, sowie den ähnlichen CESR-Vorschlag, CESR/05 – 290 b, Box 14 Nr. 1

- Art des Kundenauftrags²⁵⁴;
- Merkmale der Finanzinstrumente, die Gegenstand des betreffenden Auftrags sind;
- Merkmale der Handelsplätze, an die der Auftrag weitergeleitet werden kann. Unter Handelsplatz ist in diesem Zusammenhang ein geregelter Markt, ein multilaterales Handelssystem (MTF), ein systematischer Internalisierer, der als solcher handelt, ein Market-Maker oder ein sonstiger Geldgeber zu verstehen.

Liegen ausdrückliche Weisungen des Kunden vor, so erfüllt eine Wertpapierfirma gem. Art. 44 Abs. 2 DurchRiLiV ihre Verpflichtung gem. Art. 21 Abs. 1 MIFID zur bestmöglichen Ausführung, wenn sie einen Auftrag gemäß diesen Weisungen ausführt. Wenn eine Wertpapierfirma einen Auftrag nach ausdrücklichen Weisungen des Kunden ausführt, sollte sie gem. Erwägungsgrund 57 DurchRiLiV behandelt werden, als hätte sie ihre Pflichten in Bezug auf die kundengünstigste Ausführung nur in Bezug auf den Teil oder Aspekt der Auftrags erfüllt, auf den sich die Kundenweisungen beziehen. Die Tatsache, dass der Kunde ausdrückliche Weisungen betreffen einen Teil oder einen Aspekt des Auftrags erteilt hat, soll die Wertpapierfirma nicht aus ihren Pflichten in Bezug auf die kundengünstigste Ausführung in Bezug auf andere Teile oder Aspekte des Kundenauftrags entlassen, die nicht von solchen Weisungen gedeckt sind.

Gem. Art. 44 Abs. 3 DurchRiLiV soll eine Wertpapierfirma, wenn sie einen Auftrag im Namen eines Kleinanlegers ausführt das bestmögliche Ergebnis hinsichtlich des Gesamtentgelts bestimmen, d.h. des Preises für das Finanzinstrument und der mit der Auftragsausführung verbundenen Kosten, wobei diese Kosten alle Auslagen des Kunden umfassen, die unmittelbar mit der Auftragsausführung in Zusammenhang stehen, einschließlich Handelsplatzgebühren, Clearing- und Abrechnungsgebühren sowie alle sonstigen Gebühren, die an Dritte gezahlt werden, die an der Auftragsausführung beteiligt sind.²⁵⁵ Schnelligkeit, Wahrscheinlichkeit der

²⁵⁴ vgl. Erwägungsgrund 55 DurchRiLiV

²⁵⁵ Nach Ansicht der Kommission (Working Document ESC/24/2005, A.4. Best Execution, Abs. 1) ist die Pflicht zur kundengünstigsten Ausführung das effektivste

Ausführung und Abrechnung, Umfang und Art des Auftrags, Marktwirkungen sowie etwaigen sonstigen impliziten Transaktionskosten darf gem. Erwägungsgrund 60 DurchRiLiV nur insoweit Vorrang gegenüber den unmittelbaren Preis- und Kostenerwägungen eingeräumt werden, als sie zum Erzielen des bestmöglichen Ergebnisses für den Kleinanleger beitragen.²⁵⁶

Die Wertpapierfirmen dürfen ihre Provisionen aber gem. Art. 44 Abs. 4 DurchRiLiV nicht in einer Weise strukturieren oder in Rechnung stellen, die zwischen den Handelsplätzen eine unredlicher Diskriminierung bewirkt. Unredliche Diskriminierung durch Strukturierung und In-Rechnung-Stellung von Provisionen liegt gem. Erwägungsgrund 61 DurchRiLiV vor, wenn eine Wertpapierfirma den Kunden unterschiedliche Provisionen oder Margen je nach Handelsplatz in Rechnung stellt, ohne dass diese Unterschiede die tatsächlichen Unterschiede bei den Kosten widerspiegelt, die der Firma bei Ausführung an den betreffenden Handelsplätzen entstehen.

Erwägungsgrund 64 DurchRiLiV²⁵⁷

Mittel um Transparenz (durch ein effektives Zusammenwirken von Ausführungsplätzen) und den Schutz von Kunden in einem Marktumfeld zu sichern, wo eine Vielfalt verschiedener Handelsplätze verfügbar sind. Es sei sehr wichtig, dass Kundenaufträge (und besonders Kleinanlegeraufträge) an jenen Handelsplatz geleitet werden, wo der beste Preis geboten wird. Um die Durchsetzbarkeit der Pflicht zur kundengünstigsten Ausführung zu verstärken, hielt die Kommission ein hohes Maß an Regelungsklarheit für notwendig. Dementsprechend sehen die vorgeschlagenen Durchführungsmaßnahmen vor, dass der Preis der wichtigste Aspekt für die Bestimmung des bestmöglichen Ergebnisses für Kleinanleger sein soll. Allerdings soll dieses Preisprinzip nicht absolut gelten, ebenso wenig wie das Aufkommen neuer Geschäftsmodelle verhindert werden soll, denn die MIFID erkennt ja ausdrücklich das Recht der Kunden an, dieses Preisprinzip zu übergehen.

²⁵⁶ so bereits Working Document ESC/23/2005-rev2, Fn. 20

²⁵⁷ Nachdem oben genanntes Preis-Prinzip die Wertpapierfirmen dazu verpflichtet, jene Handelsplätze in ihre Ausführungspolitiken aufzunehmen, die dauerhaft die besten Preise bieten, hält die Kommission (Working Document ESC/24/2005, A.4. Best Execution, Abs. 2) es für sinnvoll, dass dieses Prinzip durch weitere Maßnahmen unterstützt wird, die notwendige Voraussetzungen für dessen effektive Umsetzung sind. Aus diesem Grund sollen Ausführungsplätze (dies sind geregelte Märkte, MTFs und systematische Internalisierer) ihre Ausführungsqualität veröffentlichen. Diese

3. Information über die Grundsätze der Auftragsausführung

Gem. Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 2 MIFID sind die Wertpapierfirmen verpflichtet, ihre Kunden über ihre Grundsätze der Auftragsausführung zu informieren.

Kleinanlegern soll diese Information gem. Art. 46 Abs. 2 DurchRiLiV²⁵⁸ rechtzeitig vor der Erbringung der Dienstleistung und auf einem dauerhaften Datenträger²⁵⁹ zukommen und soll beinhalten:

- eine Darlegung der relativen Bedeutung, die die Wertpapierfirma den einzelnen in Art. 21 Abs. 1 MIFID genannten Aspekten gemäß den Kriterien des Art. 44 Abs. 1 DurchRiLiV beimisst, oder eine Darlegung der Art und Weise, in der die Firma die relative Bedeutung dieser Aspekte bestimmt;
- ein Verzeichnis der Handelsplätze, auf die sich die Firma weitgehend stützt, damit sie pflichtgemäß alle Maßnahmen treffen kann, um bei der Ausführung von Kundenaufträgen gleich bleibend das beste Ergebnis zu erzielen.

Maßnahme erwies sich als extrem nützlich in anderen Märkten (z.B. dem us-amerikanischen Markt). Durch Transparenz wird die Verpflichtung Wettbewerb zwischen den Ausführungsplätzen fördern und einen angemessenen Auftragsfluss sicherstellen. Mit dieser Information verfügbar, können sich nicht nur Kunden, sondern vor allem Wertpapierfirmen selbst sowie Aufsichtsbehörden der Schritte bewusst sein, die zur Sicherstellung der bestmöglichen Ausführung notwendig sind.

²⁵⁸ So bereits Art. 20 Abs. 1 des zweiten überarbeiteten Arbeitsdokuments der Kommission. Der CESR-Vorschlag betreffend die Informationen an den Kunden, CESR/05-290b, Box 16, Nr. 1, war noch umfassender als Art. 20 Abs. 1 des überarbeiteten Arbeitsdokuments der Kommission. Danach sollte die Wertpapierfirma außerdem darüber informieren, wie sie wichtige Änderungen ihrer Ausführungspolitik mitteilt, ob sie Transaktionen zwischen Kunden oder auf eigene Rechnung ausführt und wie sie ihre Grundsätze der Auftragsausführung und die Ausführungsplätze in ihrer Ausführungspolitik aussucht, überwacht und überprüft.

²⁵⁹ zum Begriff des dauerhaften Datenträger siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.IV.2.

Die Wertpapierfirma soll gem. Art. 46 Abs. 3 DurchRiLiV²⁶⁰ in ihre Grundsätze der Auftragsausführung eine klare und deutliche Warnung dahingehend aufnehmen, dass ausdrückliche Weisungen eines Kunden die Firma davon abhalten können, die Maßnahmen zu treffen, die sie im Rahmen ihrer Grundsätze der Auftragsausführung festgelegt und umgesetzt hat, um bei der Ausführung der Aufträge hinsichtlich der von den betreffenden Weisungen erfassten Elemente das bestmögliche Ergebnis zu erzielen.

4. Überwachung der Ausführungspolitik

In Erfüllung der Verpflichtung des Art. 21 Abs. 4 MIFID soll eine Wertpapierfirma gem. Art. 46 Abs. 1 DurchRiLiV jährlich ihre Grundsätze der Auftragsausführung und ihre Vorkehrungen zur Auftragsausführung überprüfen.²⁶¹ Eine solche Überprüfung soll auch dann stattfinden, wenn eine wichtige Änderung erfolgt, die die Fähigkeit der Wertpapierfirma beeinträchtigt, weiterhin gleich bleibend das bestmögliche Ergebnis für die Ausführung ihrer Kundenaufträge an den in ihren Grundsätzen der Auftragsausführung genannten Handelsplätzen zu erzielen.²⁶²

XII. Pflichten bei der Bearbeitung von Kundenaufträgen gem. Art. 19 Abs. 1, Art. 22 Abs. 1 MIFID

Art. 22 Abs. 1 MIFID:

„Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierfirmen, die zur Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden berechtigt sind, Verfahren und Systeme einrichten, die die unverzügliche, redliche und rasche Ausführung von

²⁶⁰ vgl. Art. 20 Abs. 2 des zweiten überarbeiteten Arbeitsdokuments der Kommission und den entsprechenden CESR-Vorschlag, CESR/05-290b, Box 16, Nr. 1 Buchstabe a (ii)

²⁶¹ vgl. Art. 19 des zweiten überarbeiteten Arbeitsdokuments der Kommission, der wiederum sinngemäß dem CESR-Vorschlag, CESR/05-290b, Box 15 Nr. 1 entspricht

²⁶² so bereits CESR-Vorschlag, CESR/05-290b, Box 15 Nr. 3

Kundenaufträgen im Verhältnis zu anderen Kundenaufträgen oder den Handelsinteressen der Wertpapierfirma gewährleisten.²⁶³

Diese Verfahren oder Systeme ermöglichen es, dass ansonsten vergleichbare Kundenaufträge gemäß dem Zeitpunkt ihres Eingangs bei der Wertpapierfirma ausgeführt werden.“

1. Anwendungsbereich

Die in Art. 22 Abs. 1 MIFID genannten Verfahren und Systeme sind von Wertpapierfirmen einzurichten, die zur *Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden* berechtigt sind. Damit gelten die von Art. 22 Abs. 1 MIFID geregelten Vorschriften für die Bearbeitung von Kundenaufträgen nach dem Wortlaut der Vorschrift nur bzgl. der Wertpapierdienstleistung der Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden gem. Anhang I Abschnitt A Nr. 2 MIFID.

Entsprechend der Regelung bei der Verpflichtung zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen sieht die Kommission eine Ausweitung des Anwendungsbereichs vor. Gem. Art. 45 Abs. 1 DurchRiLiV sollen Wertpapierfirmen verpflichtet werden, bei der Erbringung der Dienstleistung des Portfolio-Managements der Vorschrift des Art. 22 Abs. 1 MIFID zur Bearbeitung von Kundenaufträgen analog genügen zu müssen, wenn sie aufgrund von Handelsentscheidungen Geschäfte tätigen, wobei die Bezugnahme in Art. 22 Abs. 1 MIFID auf die Ausführung von Aufträgen als Bezugnahme auf die Ausführung von Geschäften zu verstehen sein soll, denen

²⁶³ Beachte hierzu die Berichtigung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. L 145 vom 30 April 2004, Nr. 8, wonach es anstatt der ursprünglichen Fassung „...Verfahren und Systeme anwenden, die die unverzügliche, redliche und rasche Abwicklung von Kundenaufträgen ... gewährleisten“ nun „... Verfahren und Systeme einrichten, die die unverzügliche, redliche und rasche Ausführung von Kundenaufträgen ... gewährleisten“ heißen muss.

Entscheidungen der Wertpapierfirma zugrunde liegen, mit Finanzinstrumenten im Namen ihres Kunden zu handeln.

Gem. Art. 45 Abs. 2 DurchRiLiV soll von Wertpapierfirmen ebenfalls verlangt werden, dass sie bei der Dienstleistung der Annahme und Übermittlung von Aufträgen der Vorschrift des Art. 22 Abs. 1 MIFID zur Bearbeitung von Kundenaufträgen analog nachkommen müssen, wenn sie Kundenaufträge annehmen und weiterleiten, wobei die Bezugnahme in Art. 22 Abs. 1 MIFID auf das Ausführen von Aufträgen als Bezugnahme auf die Weiterleitung von Aufträgen zur Ausführung an ein anderes Unternehmen zu verstehen sein soll.

Die rechtliche Grundlage für die Erweiterung des Anwendungsbereichs des Art. 22 Abs. 1 MIFID ist ebenso wie bei Art. 21 MIFID nicht die Auslegung, denn auch hier steht dem der Wortlaut der Vorschrift entgegen, sondern Art. 19 Abs. 1 MIFID.²⁶⁴

2. Allgemeine Grundlagen

In Erfüllung der Verpflichtung aus Art. 22 Abs. 1 MIFID sollen Wertpapierfirmen gem. Art. 47 Abs. 1 DurchRiLiV folgenden Bedingungen erfüllen:

- sie sollen sicherstellen, dass im Namen von Kunden ausgeführte Aufträge unverzüglich und korrekt registriert und zugewiesen werden;²⁶⁵
- sie sollen ansonsten vergleichbare²⁶⁶ Kundenaufträge der Reihe nach und unverzüglich ausführen, außer die Art des Auftrags oder die vorherrschenden Marktbedingungen machen dies unmöglich oder im Interesse des Kunden ist anderweitig zu handeln;²⁶⁷

²⁶⁴ eingehend hierzu unter Gliederungspunkt Kapitel 2, C.XI.1.

²⁶⁵ vgl. CESR-Vorschlag, CESR/05-290b, Box 17 Nr. 10

²⁶⁶ Gem. Erwägungsgrund 66 DurchRiLiV sollen Kundenaufträge dann nicht als ansonsten vergleichbar behandelt werden, wenn sie über unterschiedliche Kommunikationsmittel eingehen und nicht der Reihe nach bearbeitet werden könnten.

²⁶⁷ vgl. CESR-Vorschlag, CESR/05-290b, Box 17 Nr. 6 u. 7

- sie sollen den Kleinanleger vorab über alle wichtigen Schwierigkeiten, die für die korrekte Ausführung des Auftrags relevant sind, informieren.²⁶⁸

Wo eine Wertpapierfirma für die Überwachung oder Organisation der Abrechnung eines ausgeführten Auftrags verantwortlich ist, soll sie gem. Art. 47 Abs. 2 DurchRiLiV alle angemessenen Maßnahmen treffen um sicherzustellen, dass alle Kundenfinanzinstrumente oder Kundengelder, die zur Abrechnung des ausgeführten Auftrags eingegangen sind, unverzüglich und korrekt auf das Konto des jeweiligen Kunden verbucht werden.²⁶⁹

Gem. Art. 47 Abs. 3 DurchRiLiV soll eine Wertpapierfirma Informationen im Zusammenhang mit laufenden Kundenaufträgen nicht missbrauchen und sie soll alle angemessenen Maßnahmen zur Verhinderung des Missbrauchs derartiger Informationen durch ihr Personal treffen.²⁷⁰ Ein solcher Missbrauch soll gem. Erwägungsgrund 66 DurchRiLiV bei Verwendung solcher Informationen durch die Wertpapierfirma vorliegen, um auf eigene Rechnung Geschäfte mit den Finanzinstrumenten zu tätigen, auf die sich der Kundenauftrag bezieht, oder mit damit verbundenen Finanzinstrumenten.

3. Zusammenlegung und Verteilung von Aufträgen

Gem. Art. 48 Abs. 1 DurchRiLiV²⁷¹ soll eine Wertpapierfirma einen Kundenauftrag nur zusammen mit einem anderen Kundenauftrag ausführen dürfen, wenn die folgenden Bedingungen erfüllt sind:

- es muss unwahrscheinlich sein, dass die Zusammenlegung der Aufträge für den Kunden, dessen Auftrag mit anderen zusammengelegt wird, insgesamt nachteilig ist;

²⁶⁸ vgl. CESR-Vorschlag, CESR/05-290b, Box 17 Nr. 3

²⁶⁹ vgl. CESR-Vorschlag, CESR/05-290b, Box 17 Nr. 11

²⁷⁰ vgl. CESR-Vorschlag, CESR/05-290b, Box 17 Nr. 4

²⁷¹ vgl. Art. 22 Abs. 1 des zweiten überarbeiteten Arbeitsdokuments der Kommission und CESR-Vorschlag, CESR/05-290b, Box 17 Nr. 8

- jedem Kunden, dessen Auftrag mit anderen zusammengelegt werden soll, ist mitzuteilen, dass eine derartige Zusammenlegung in Bezug auf einen bestimmten Auftrag nachteilig sein kann;
- es ist eine Auftragszuweisungsstrategie festzulegen und wirksam umzusetzen, die die redliche Zuweisung zusammengelegter Aufträge und Geschäfte in ausreichend genauer Weise regelt und insbesondere bestimmt inwieweit das Volumen und der Preis von Aufträgen im Einzelfall mit der Zuweisung zusammenhängen.

Gem. Art. 48 Abs. 2 DurchRiLiV soll eine Wertpapierfirma, wenn sie einen Auftrag mit anderen Kundenaufträgen zusammenlegt und den zusammengelegten Auftrag teilweise ausführt, die verbundenen Abschlüsse gemäß ihrer Auftragszuweisungsstrategie zuweisen.²⁷²

Eine Wertpapierfirma, die ein Geschäft für eigene Rechnung mit Kundenaufträgen zusammenlegt, soll gem. Art. 49 Abs. 1 DurchRiLiV bei der Zuweisung der verbundenen Abschlüsse nicht in einer für einen Kunden nachteiligen Weise verfahren.²⁷³

Wo eine Wertpapierfirma einen Kundenauftrag mit einem Geschäft für eigene Rechnung zusammenlegt und den zusammengelegten Auftrag teilweise ausführt, soll sie gem. Art. 49 Abs. 2 DurchRiLiV bei der Zuweisung der verbundenen Abschlüsse dem Kunden gegenüber der Firma Vorrang einräumen, außer die Firma kann angemessen aufzeigen, dass sie ohne die Zusammenlegung den Auftrag nicht zu derart günstigen Bedingungen oder überhaupt nicht hätte ausführen können. In letzterem Fall darf sie das Geschäft für eigene Rechnung anteilmäßig verteilen²⁷⁴, im Einklang mit ihrer Auftragszuweisungsstrategie.²⁷⁵

²⁷² Vgl. CESR/05-290b, Box 17 Nr. 14, wonach die Verteilung in einem solchen Falle auf proportionaler Grundlage erfolgen sollte.

²⁷³ vgl. CESR/05-290b, Box 17 Nr. 12

²⁷⁴ vgl. CESR/05-290b, Box 17 Nr. 15

²⁷⁵ Art. 49 Abs. 2 DurchRiLiV spricht von der Auftragszuweisungsstrategie i.S.d. Art. 23 Abs. 1 Buchstabe c DurchRiLiV. Hier liegt wohl ein Redaktionsversehen vor, gemeint ist Art. 48 Abs. 1 Buchstabe c DurchRiLiV, der dem Art. 23 Abs. 1 Buchstabe c des zweiten überarbeiteten Arbeitsdokuments der Kommission entspricht.

Eine Wertpapierfirma soll gem. Art. 49 Abs. 3 DurchRiLiV Verfahren vorsehen, die verhindern, dass die Neuzuweisung von Geschäften für eigene Rechnung, die zusammen mit Kundenaufträgen ausgeführt werden, für den Kunden nachteilig ist.²⁷⁶ Für den Kunden wäre die Neuzuweisung von Geschäften dann schädlich, wenn infolge der Neuzuweisung der Wertpapierfirma oder einem bestimmten Kunden in ungerechtfertigter Weise Vorrang eingeräumt würde.²⁷⁷

²⁷⁶ vgl. CESR/05-290b, Box 17 Nr. 13

²⁷⁷ Erwägungsgrund 65 DurchRiLiV; so bereits Working Document ESC/23/2005-rev2, Fn. 22

Kapitel 3: Die deutschen Wohlverhaltensregeln im Vergleich

A. Die Entwicklung der Wohlverhaltensregeln im deutschen Recht

I. Die Händler- und Beraterregeln der Börsensachverständigenkommission

Im Jahre 1968 berief der damalige Bundeswirtschaftsminister Prof. Dr. Karl Schiller eine Börsensachverständigenkommission ein. Dieses Gremium unabhängiger Sachverständiger zur Beratung des Bundesministers für Wirtschaft bzgl. der Verbesserung des Börsenwesens begann am 15.07.1968 die Beratungen.²⁷⁸ Bereits in der 5. Sitzung am 15.07.1969 war sich die Kommission darüber einig, dass das Problem der missbräuchlichen Ausnutzung von Insider-Informationen einer Lösung bedürfe.²⁷⁹ Zwar sei hinsichtlich des Teils des Problemkreises, der die Abwicklung von Kundenaufträgen über Kreditinstitute betrifft, durch Maßnahmen der Aufsichtsbehörde, das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, z.B. im Rahmen der Depotprüfung, sowie durch interne Dienstanweisungen weitgehend sichergestellt, dass keine Unlauterkeiten zum Nachteil des Kunden geschähen, aber dies sei in der Öffentlichkeit und auch in besser informierten Kreisen nahezu unbekannt. Eine wirksame Regelung auf dem Sektor der Beraterdienste herbeizuführen, sah die Kommission als Problem an, insbesondere, da das Bundeswirtschaftsministerium eine Lösung auf freiwilliger Basis ohne gesetzliche Regelung befürwortete.²⁸⁰ Am 13.11.1970 verabschiedete die Kommission „Empfehlungen zur Lösung der sogenannten Insiderprobleme“, die unter B. Händler- und Beraterregeln enthielten, die für Kreditinstitute mit ihren Geschäftsleitern und Mitarbeitern, sowie für Anlageberater gelten sollten. Danach waren alle Empfehlungen an Kunden untersagt, die nicht in seinem Interesse lagen, etwa wenn die Empfehlung ausgesprochen wurde, um die Eigenbestände des Kreditinstitutes zu ermäßigen

²⁷⁸ Bremer, Die Börsensachverständigenkommission, S. 1

²⁷⁹ Bremer, Die Börsensachverständigenkommission, S. 23

²⁸⁰ Bremer, Die Börsensachverständigenkommission, S. 24

oder zu erhöhen oder um Kurse zur Durchführung von Eigengeschäften der Institute in eine bestimmte Richtung zu lenken.²⁸¹ Art und Umfang der Beratungspflichten eines Kreditinstituts oder eines Anlageberaters waren nicht geregelt. Die Betroffenen sollten sich in Form privatrechtlicher Erklärungen diesen Regeln unterwerfen, sowie einem Untersuchungsverfahren auf der Grundlage einer von den Spitzenverbänden der Wirtschaft erlassenen Verfahrensordnung.

Diese Händler- und Beraterregeln hatten im wesentlichen zwei Defizite. Zum einen die vertragsrechtliche Ausgestaltung, die dazu führte, dass die Kreditinstitute und ihre Mitarbeiter zwar nahezu vollständig sich diesen Regeln unterwarfen, die Anlageberater jedoch nur vereinzelt. Zum zweiten fehlten weitgehend Sanktionen, wie z.B. Gewinnabführung, bei Verstößen gegen diese Regeln.²⁸²

II. Zweites Finanzmarktförderungsgesetz

Am 26.07.1994 wurde das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz²⁸³ verabschiedet, das der Umsetzung der EG-Insider-Richtlinie²⁸⁴, der EG-Transparenzrichtlinie²⁸⁵ sowie teils der ISD diene. Kernstück war das neue

²⁸¹ *Bremer*, Die Börsensachverständigenkommission, S. 28, 29

²⁸² *Schwark*, in: Schwark, Vor § 31 WpHG, Rn. 3; zur Kritik an der Selbstregulierung: *Schwark*, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, S. 237 f.

²⁸³ Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) v. 26.07.1994, BGBl. I 1994, S. 1749 ff.; einen Überblick über die Regelungsinhalte gibt *Krimphove*, JZ 1994, 23 ff.

²⁸⁴ Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte vom 13.11.1989 (89/592/EWG), ABl. Nr. L 334 vom 18.11.1989; dazu: *Grunewald*, ZBB 1990, 128 ff.; *Schödermeier/ Wallach*, EuZW 1990, 122 ff.

²⁸⁵ Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen vom 12.12.1988 (88/627/EWG), ABl. Nr. L 348 vom 17.12.1988;

Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), das neben Vorschriften zum Insiderrecht (§§ 12 ff. WpHG), zur Ad-hoc-Publizität (§ 15 WpHG) und zur Errichtung und Definition des Aufgabenbereiches des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel (seit 01.05.2002: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) in §§ 31 ff. WpHG Regelungen zu den Wohlverhaltensregeln enthielt.²⁸⁶ Zur Umsetzung des Art. 11 ISD wurden die §§ 31, 32 WpHG geschaffen, die nun erstmals Wohlverhaltensregeln im deutschen Recht normierten. Im Wesentlichen blieben die hierdurch statuierten Pflichten bis heute gleich.

III. Umsetzungsgesetz zur Harmonisierungsrichtlinie

Durch das Gesetz zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften vom 22.10.1997²⁸⁷ wurden die Regeln auf alle Finanzdienstleistungsinstitute sowie auf Wertpapiernebenleistungen erstreckt und Waren- und Devisentermingeschäfte sowie Devisengeschäfte einbezogen.

IV. Drittes Finanzmarktförderungsgesetz²⁸⁸, Umsetzungsgesetz zur Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsrichtlinie²⁸⁹, Viertes

²⁸⁶ Nachdem die Wohlverhaltensregeln zwar im Referentenentwurf enthalten, im Regierungsentwurf jedoch nicht übernommen worden waren, wurden sie auf Betreiben der Deutschen Bundesbank gegen Ende des Gesetzgebungsverfahrens wieder aufgenommen. Vgl. *Weber*, NJW 1994, 2849, 2857; *Krimphove*, JZ 1994, 23, 27

²⁸⁷ BGBl. I 1997, S. 2518

²⁸⁸ Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz) v. 24.03.1998, BGBl. I 1998, S. 529; einen Überblick über die enthaltenen Vorschriften gibt *Pötzsch*, WM 1998, 949 ff.

²⁸⁹ Gesetz zur Umsetzung der EG-Einlagensicherungsrichtlinie und der EG-Anlegerentschädigungsrichtlinie v. 16.07.1998, BGBl. I 1998, S. 1847

Finanzmarktförderungsgesetz²⁹⁰ und Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz²⁹¹

Die oben genannten Gesetze brachten kleine Änderungen betreffend die §§ 31 ff. WpHG, änderten jedoch nicht die §§ 31, 32 WpHG direkt.

Das 3. Finanzmarktförderungsgesetz brachte eine Änderung der Verjährungsvorschriften, mit dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz wurde § 34 b WpHG (Wertpapieranalyse) eingefügt und durch das Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz trat an Stelle des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel die Bundesanstalt für Finanzen.

B. Inhalt der einzelnen Wohlverhaltensregeln im deutschen Recht

Die deutschen Wohlverhaltensregeln sind durch die §§ 31, 32 WpHG geregelt, die Art. 11 der Richtlinie 1993/22/EWG (ISD) umsetzen.

§ 31 WpHG legt allgemeine Verhaltensregeln fest, die für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (§ 2 Abs. 4; § 2a WpHG) bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen (§ 2 Abs. 3 WpHG) und Wertpapiernebenleistungen (§ 2 Abs. 3a WpHG) gelten. § 32 WpHG befasst sich mit besonderen Verhaltensregeln.

I. Anwendungsbereich

Der Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln ergibt sich aus § 31 WpHG.

Gem. § 31 Abs. 1 und 2 WpHG gelten die Wohlverhaltensregeln für *Wertpapierdienstleistungsunternehmen*.

§ 31 Abs. 3 WpHG bestimmt, dass die Wohlverhaltensregeln auch für *Unternehmen mit Sitz im Ausland, die Wertpapierdienstleistungen oder*

²⁹⁰ Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) v. 21.06.2002, BGBl. I 2002, S. 2010

²⁹¹ Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz – FinDAG) v. 22.04.2002, BGBl. I 2002, S. 1310

Wertpapiernebendienstleistungen gegenüber Kunden erbringen, die ihren gewöhnlichen Aufenthalt oder ihre Geschäftsleitung im Inland haben, sofern nicht Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebendienstleistungen einschließlich der damit im Zusammenhang stehenden Nebenleistungen ausschließlich im Ausland erbracht werden, gelten.

1. Wertpapierdienstleistungsunternehmen

Der Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens ist in § 2 Abs. 4 WpHG definiert. Danach sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen *Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute und nach § 53 Abs. 1 Satz 1 des Gesetzes über das Kreditwesen tätige Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen allein oder zusammen mit Wertpapiernebendienstleistungen gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert.*

a) Kreditinstitute

Kreditinstitute gehören zu den Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungsunternehmen sein können. Gem. § 1 Abs. 1 Satz 1 KWG²⁹² sind Kreditinstitute solche Unternehmen, die Bankgeschäfte i.S.d. § 1 Abs. 1 Satz 2 KWG gewerbsmäßig oder in einem Umfang betreiben, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert.

b) Finanzdienstleistungsinstitute

Auch Finanzdienstleistungsinstitute können Wertpapierdienstleistungsunternehmen sein. § 1 Abs. 1a Satz 1 KWG²⁹³ definiert Finanzdienstleistungsinstitute als Unternehmen, die Finanzdienstleistungen

²⁹² Der Begriff des Kreditinstituts im WpHG bestimmt sich nach den Vorschriften des KWG, BVerwG WM 2002, 1919, 1922.

²⁹³ Der Begriff des Finanzdienstleistungsinstituts im WpHG bestimmt sich nach den Vorschriften des KWG, BVerwG WM 2002, 1919, 1922.

i.S.d. § 1 Abs. 1a Satz 2 KWG für andere gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, und die keine Kreditinstitute sind.

c) Unternehmen gem. § 53 Abs. 1 Satz 1 des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG)

Schließlich können auch nach § 53 Abs. 1 Satz 1 KWG tätige Unternehmen Wertpapierdienstleistungsunternehmen sein. Dies sind inländische Zweigstellen, die ein Unternehmen mit Sitz im Ausland unterhält, und die Bankgeschäfte betreiben oder Finanzdienstleistungen erbringen.

Zweigstellen sind zum einen alle unselbständigen, örtlich vom Hauptunternehmen getrennten, an dessen Geschäftstätigkeit mitwirkenden Betriebsstellen eines Unternehmens.²⁹⁴ Der Gegenstand und die Betätigung des Hauptunternehmens sind unerheblich.

Zum anderen gelten als Zweigstelle auch Einzelpersonen oder rechtlich selbständige Unternehmen, wenn sie namens eines Unternehmens mit Sitz in einem anderen Staate in einem von diesem bestimmten Rahmen tätig werden.²⁹⁵

d) Gewerbsmäßiges oder vom Umfang her einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Gewerbebetrieb erforderndes Handeln

Eine gemeinsame Anforderung an Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist, dass diese entweder gewerbsmäßig handeln oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert. Zu beachten ist, dass diese Anforderung sich auf die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen (allein oder zusammen mit Wertpapiernebenleistungen) bezieht. Besonders bei Kreditinstituten und Finanzdienstleistungsinstituten, die ihre Bankgeschäfte bzw. Finanzdienstleistungen gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen

²⁹⁴ *Szagunn/ Wohlschließ*, § 53 KWG, Rn. 6

²⁹⁵ *Reischauer/ Kleinhans*, § 53 KWG, Rn. 5

müssen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, um überhaupt als ein solches Unternehmen zu gelten, ist zu beachten, dass sie, um als Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu qualifizieren, zusätzlich auch Wertpapierdienstleistungen gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen müssen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert.

Bei der Beurteilung, wann gewerbsmäßiges Handeln vorliegt, ist der handelsrechtliche Gewerbebegriff zugrunde zu legen²⁹⁶, wonach jede außengerichtete (marktorientierte), selbständige, planmäßige und von der Absicht der Gewinnerzielung getragene Tätigkeit gewerblich ist²⁹⁷.

Nicht gewerbsmäßig handelt beispielsweise ein nur ehrenamtlich tätig werdender Geschäftsführer einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts oder Vorstand eines als nicht rechtsfähiger Verein geführten Investmentclubs.

Wann ein in kaufmännischer Weise eingerichteter Geschäftsbetrieb erforderlich ist, ist ebenfalls nach handelsrechtlichen Grundsätzen zu beurteilen.²⁹⁸ Kaufmännische Einrichtung bedeutet vor allem kaufmännische Buchführung und Bilanzierung, kaufmännische Bezeichnung, kaufmännische Ordnung der Vertretung und kaufmännische Haftung. Die Erforderlichkeit beurteilt sich nach typologischer Betrachtungsweise.²⁹⁹

Bei Handeln in nur geringem Umfang (z.B. bei einem Gesamtvolumen unter 1 Mio. DM³⁰⁰) ist also eine kaufmännische Einrichtung nicht erforderlich.

Nachdem die Merkmale der Gewerbsmäßigkeit und der Erforderlichkeit einer kaufmännischen Einrichtung nicht kumulativ sondern alternativ vorliegen müssen, ist es also möglich, dass der ehrenamtliche Vorstand eines als nicht

²⁹⁶ Assmann, in: Assmann/ Schneider, § 2 WpHG, Rn. 87, mit der Begründung, dass dies aus der Verwendung des Begriff der Gewerbsmäßigkeit im Zusammenhang mit der handelsrechtlichen Kategorie der Erforderlichkeit eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Gewerbebetriebs folgt. Zum Begriff der Gewerbsmäßigkeit in den Parallelvorschriften in § 1 Abs. 1 und Abs. 1a KWG: Mielk, WM 1997, 2200, 2201 f.; Weber-Rey/ Baltzer, WM 1997, 2288, 2289

²⁹⁷ Hopt, in: Baumbach/ Hopt, § 1 HGB, Rn. 12 ff.

²⁹⁸ Assmann, in: Assmann/ Schneider, § 2 WpHG, Rn. 88

²⁹⁹ Hopt, in: Baumbach/ Hopt, § 1 HGB, Rn. 23

³⁰⁰ Schreiben des BAKred vom 02.06.1998, Az. VII 4 – 71.51 – 142/98

rechtsfähiger Verein geführten Investmentclubs wegen des Umfangs der Tätigkeit zwar nicht gewerbsmäßig handelt, aber so, dass ein in kaufmännischer Weise eingerichteter Geschäftsbetrieb erforderlich ist.

Oder der Umfang der Tätigkeit ist zwar gering, so dass ein in kaufmännischer Weise eingerichteter Geschäftsbetrieb nicht erforderlich ist, aber es liegt gewerbsmäßiges Handeln vor, da der Vorstand des Investmentclubs eine Vergütung erhält³⁰¹.

e) Ausnahmen

§ 2a WpHG regelt Ausnahmen vom Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens. Bestimmte natürliche und juristische Personen gelten danach nicht als Wertpapierdienstleistungsunternehmen, weshalb sie nicht unter den Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln fallen.

f) Vergleich der Begriffe Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Wertpapierfirma

Im Gegensatz zum Begriff der Wertpapierfirma, den die MIFID verwendet, verwendet das WpHG den Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens.

Diese beiden Begriffe unterscheiden sich dahingehend, dass Kreditinstitute unter den Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens fallen³⁰², nicht jedoch unter den Begriff der Wertpapierfirma³⁰³. Dieser Unterschied ist allerdings für den Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln ohne Bedeutung, da Kreditinstitute nach der MIFID ebenfalls die Wohlverhaltensregeln einzuhalten haben^{304 305}.

³⁰¹ Schreiben des BAKred vom 28.04.1998, Az. VII 4 – 71.51 – 142/98

³⁰² siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.I.1.a)

³⁰³ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.I.1.

³⁰⁴ Art. 1 Abs. 2 Spiegelstrich 2 MIFID; siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.I.2.

³⁰⁵ zu den Begriffen Wertpapierfirma i.S.d. ISD und Wertpapierdienstleistungsunternehmen i.S.d. WpHG siehe *Schulte-Frohlinde*, S. 94

2. Unternehmen mit Sitz im Ausland

§ 31 Abs. 3 WpHG erstreckt den Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln auch auf Unternehmen mit Sitz im Ausland, wenn diese Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebendienstleistungen mit Inlandsbezug erbringen.

Bzgl. des Auslandssitzes des Unternehmens ist es unerheblich, ob dieser in einem EU-Staat oder einem Drittstaat liegt. Im Interesse der Wettbewerbsbedingungen und des Anlegerschutzes sollen mit dieser umfänglichen Einbeziehung aller ausländischen Anbieter in den Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln unterschiedliche Verhaltensstandards je nach Herkunft des Wertpapierdienstleisters vermieden werden.³⁰⁶

Inlandsbezug liegt dann vor, wenn der Kunde seinen gewöhnlichen Aufenthalt oder seine Geschäftsleitung im Inland hat und wenn die Dienstleistung nicht ausschließlich im Ausland erbracht wird. Es ist also ausreichend, wenn nur ein Teil der Dienstleistung im Inland erbracht wird, wenn also beispielsweise eine telefonische Beratung im Inland aus dem Ausland erfolgt³⁰⁷.

3. Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebendienstleistungen

a) Die Bedeutung der Begriffe für die Anwendbarkeit der Wohlverhaltensregeln

Die Begriffe Wertpapierdienstleistung und Wertpapiernebendienstleistung sind für die Anwendbarkeit der Wohlverhaltensregeln in doppelter Hinsicht relevant.

Zum einen muss ein Unternehmen für die Qualifizierung als Wertpapierdienstleistungsunternehmen *Wertpapierdienstleistungen allein oder*

³⁰⁶ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 144; Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 70

³⁰⁷ Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 70; Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 145

zusammen mit Wertpapiernebendienstleistungen (§ 2 Abs. 4 WpHG erbringen, zum anderen gelten die Wohlverhaltensregeln nur bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebendienstleistungen (§ 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG).

Zu beachten ist hier, dass es bei der Qualifizierung eines Unternehmens als Wertpapierdienstleistungsunternehmen entscheidend auf die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen ankommt, die Erbringung von Wertpapiernebendienstleistungen ist unerheblich. Dies ergibt sich aus dem Wortlaut der Definition des Wertpapierdienstleistungsunternehmens in § 2 Abs. 4 WpHG, wonach ein solches Unternehmen Wertpapierdienstleistungen allein oder zusammen mit Wertpapiernebendienstleistungen erbringen muss. Im Gegensatz hierzu ist der Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln gem. § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG auch dann eröffnet, wenn eine Wertpapiernebendienstleistung alleiniger Gegenstand einer Dienstleistung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens an seinen Kunden ist.³⁰⁸ Dies ergibt sich daraus, dass § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG von der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebendienstleistungen spricht. Ein Unternehmen, das ausschließlich Wertpapiernebendienstleistungen erbringt, unterliegt hiernach bei der Erbringung dieser Dienstleistungen nicht den Wohlverhaltensregeln, da es kein Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist. Ein Unternehmen dagegen, das sowohl Wertpapierdienstleistungen als auch Wertpapiernebendienstleistungen erbringt, unterliegt auch dann den Wohlverhaltensregeln, wenn es im konkreten Fall lediglich eine Wertpapiernebendienstleistung erbringt.

Eine Ausnahme vom Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln bei Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebendienstleistungen regelt § 37 Abs. 1 Satz 1 WpHG, wonach § 31 WpHG keine Anwendung findet auf

³⁰⁸ vgl. Assmann, in: Assmann/ Schneider, § 2 WpHG, Rn. 70 und 85; so auch ausdrücklich Begr. RegE Umsetzungsgesetz, BR-Drucks. 963/96, S. 102

*Geschäfte, die an einer Börse zwischen zwei Wertpapierdienstleistungsunternehmen abgeschlossen werden und zu Börsenpreisen führen.*³⁰⁹

b) Die Wertpapierdienstleistung

Eine Definition des Begriffs der Wertpapierdienstleistung findet sich in § 2 Abs. 3 WpHG. Danach sind Wertpapierdienstleistungen folgende Tätigkeiten:

- die Anschaffung und die Veräußerung von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten im eigenen Namen für fremde Rechnung (sog. Kommissionsgeschäfte),
- die Anschaffung und die Veräußerung von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten im Wege des Eigenhandels für andere (sog. Eigenhandel für andere),
- die Anschaffung und die Veräußerung von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten im fremden Namen für fremde Rechnung (sog. Geschäfte in offener Stellvertretung),
- die Vermittlung oder der Nachweis von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten (sog. Anlagevermittlung),
- die Übernahme von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten für eigenes Risiko zur Platzierung oder die Übernahme gleichwertiger Garantien (sog. Emissionsgeschäfte),
- die Verwaltung einzelner in Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum (sog. Finanzportfolioverwaltung).

Die oben genannten Wertpapierdienstleistungen beziehen sich durchgehend auf Wertpapiere, Geldmarktinstrumente und Derivate. Welche Instrumente

³⁰⁹ Ausführlich hierzu *Schulte-Frohlinde*, S. 141, nach dessen Ansicht § 37 WpHG in richtlinienkonformer Auslegung nur den § 31 Abs. 1 Nr. 1, 2 sowie § 32 WpHG unberührt lässt.

hierunter im Einzelnen fallen, bestimmt sich nach den jeweiligen Definitionen in § 2 Abs. 1³¹⁰, Abs. 1a³¹¹ und Abs. 2³¹² WpHG.

c) Die Wertpapiernebendienstleistung

Gem. § 2 Abs. 3a WpHG sind Wertpapiernebendienstleistungen:

- die Verwahrung und die Verwaltung von Wertpapieren für andere, sofern nicht das Depotgesetz anzuwenden ist (sog. Depotgeschäfte),
- die Gewährung von Krediten oder Darlehen an andere für die Durchführung von Wertpapierdienstleistungen durch das Unternehmen, das den Kredit oder das Darlehen gewährt hat (sog. Kreditgewährung),
- die Beratung bei der Anlage in Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten (sog. Anlageberatung),
- die in Absatz 3 Nr. 1 bis 4 genannten Tätigkeiten, soweit sie Devisengeschäfte oder Devisentermingeschäfte, die nicht unter Absatz 2 Nr. 2 fallen zum Gegenstand haben und im Zusammenhang mit

³¹⁰ Gem. § 2 Abs. 1 WpHG sind Wertpapiere, auch wenn für sie keine Urkunden ausgestellt sind,

1. Aktien, Zertifikate, die Aktien vertreten, Schuldverschreibungen, Genussscheine, Optionsscheine und
2. andere Wertpapiere, die mit Aktien oder Schuldverschreibungen vergleichbar sind,

wenn sie an einem Markt gehandelt werden können. Wertpapiere sind auch Anteilsscheine, die von einer Kapitalanlagegesellschaft oder einer ausländischen Investmentgesellschaft ausgegeben werden.

³¹¹ Gem. § 2 Abs. 1a WpHG sind Geldmarktinstrumente Forderungen, die nicht unter Absatz 1 fallen und üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden.

³¹² Derivate sind gem. § 2 Abs. 2 WpHG

1. als Festpreisgeschäfte oder Optionsgeschäfte ausgestaltete Termingeschäfte, deren Preis unmittelbar oder mittelbar abhängt von dem Börsen- oder Marktpreis von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Waren oder Edelmetallen oder von Zinssätzen oder anderen Erträgen,
2. Devisentermingeschäfte, die an einem organisierten Markt gehandelt werden (Devisenfuturegeschäfte), Devisenoptionsgeschäfte, Währungsswapgeschäfte, Devisenswapoptionsgeschäfte und Devisenfutureoptionsgeschäfte.

Wertpapierdienstleistungen stehen (sog. Devisengeschäfte und OTC-Devisentermingeschäfte).

Wertpapiernebendienstleistungen sind also solche Dienstleistungen, die typischerweise im Zusammenhang mit einer Wertpapierdienstleistung stehen. Allerdings ist es keine Voraussetzung, dass Wertpapiernebendienstleistungen in einem einzelgeschäftsbezogenen inneren Zusammenhang mit Wertpapierdienstleistungen stehen (Ausnahme: Devisengeschäfte und OTC-Devisentermingeschäfte gem. § 2 Abs. 3a Nr. 4 WpHG).

d) Vergleich der Begriffe Wertpapierdienstleistung und Wertpapiernebendienstleistung im WpHG und in der MIFID

Vergleicht man die Definition der Begriffe Wertpapierdienstleistung und Wertpapiernebendienstleistung im WpHG und in der MIFID, so fällt in erster Linie die unterschiedliche Einordnung der Anlageberatung auf. Im Gegensatz zur Regelung des WpHG, das die Anlageberatung gem. § 2 Abs. 3a Nr. 3 WpHG als Wertpapiernebendienstleistung qualifiziert, ist die Anlageberatung nach der Neuregelung der MIFID eine Wertpapierdienstleistung, Anhang I Abschnitt A Nr. 5 MIFID.

Diese Aufnahme der Anlageberatung in den Katalog der Wertpapierdienstleistungen bringt zwei wesentliche Veränderungen mit sich:

(a) Geltung der Wohlverhaltensregeln auch für reine Anlageberater

Die Qualifizierung der Anlageberatung als Wertpapierdienstleistung hat zur Folge, dass Unternehmen, die ausschließlich Anlageberatung anbieten, nun Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind. Nach derzeitiger Rechtslage sind solche Unternehmen keine Wertpapierdienstleistungsunternehmen, da sie ausschließlich eine Wertpapiernebendienstleistung gem. § 2 Abs. 3a Nr. 3 WpHG anbieten.³¹³ Als Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das eine Wertpapierdienstleistung, nämlich die Anlageberatung, erbringt, unterliegen

³¹³ Vgl. Gliederungspunkt Kapitel 3, B.I.3.a)

diese Unternehmen fortan dem Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln. Nach der derzeitigen Rechtslage unterliegen reine Anlageberater, obwohl sie eine Wertpapiernebendienstleistung erbringen und damit gem. § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG unter den Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln fallen könnten, diesen nicht, da sie kein Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind.

(b) Erlaubnispflicht für reine Anlageberater

Die zweite Folge, die sich aus der Qualifizierung der Anlageberatung als Wertpapierdienstleistung ergibt, ist die Erlaubnispflicht für reine Anlageberater.³¹⁴

Nach derzeitiger Rechtslage ist die bloße Anlageberatung in Finanzinstrumente erlaubnisfrei, denn gem. § 32 Abs. 1 KWG besteht eine Erlaubnispflicht nur, wenn Bankgeschäfte betrieben oder Finanzdienstleistungen erbracht werden sollen, die bloße Anlageberatung stellt aber keine Finanzdienstleistung i.S.d. § 1 Abs. 1a Satz 2 KWG dar.

Gem. Art. 5 Abs. 1 Satz 1 MIFID ist die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen als übliche berufliche oder gewerbliche Tätigkeit erlaubnispflichtig. Nachdem die Anlageberatung eine Wertpapierdienstleistung gem. Art. 4 Abs. 1 Nr. 2 Satz 1 i.V.m. Anhang I Abschnitt A Nr. 5 darstellt, unterfällt sie dieser Erlaubnispflicht, wenn sie als übliche berufliche oder gewerbliche Tätigkeit ausgeübt wird.

Damit wird sich durch die MIFID für viele Anlageberater eine Erlaubnispflicht ergeben, die zwar in Bezug auf die Anwendbarkeit der Wohlverhaltensregeln keine Rolle spielt, die aber weitere Pflichten, wie z.B. Nachweispflichten gegenüber der BaFin, nach sich ziehen wird, und aus diesem Grund für die Betroffenen von großer Bedeutung sein wird.

4. Kunde

a) Der Kundenbegriff des WpHG

³¹⁴ vgl. Kühne, BKR 2005, 275, 276

Die Wohlverhaltensregeln haben die Wertpapierdienstleistungsunternehmen gegenüber ihren Kunden einzuhalten, vgl. § 31 WpHG. Der Begriff des Kunden ist aber im Gegensatz zu den Begriffen Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Wertpapierdienstleistung und Wertpapiernebdienstleistung nicht legal definiert.

Im allgemeinen Sprachgebrauch wird als Kunde bezeichnet, wer in unmittelbare Vertragsbeziehungen zu einem anderen treten will oder getreten ist.³¹⁵

Legt man diese Definition zugrunde, erfasst der Begriff des Kunden also auch potentielle Vertragspartner der Wertpapierdienstleistungsunternehmen, nämlich diejenigen, die noch nicht in unmittelbaren Vertragsbeziehungen zu ihnen getreten sind, dies aber wollen.³¹⁶ Die Einbeziehung der potentiellen Vertragspartner ist auch deswegen geboten, da die Wohlverhaltensregeln teilweise in den vorvertraglichen Bereich hineinragen. Eine Person, die sich für eine Wertpapieranlage interessiert, möchte nicht erst nach Vertragsschluss die notwendigen Informationen gem. § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG erhalten, sondern möchte diese Informationen zur Grundlage einer Entscheidung über den Vertragsschluss machen, benötigt sie also bereits im Voraus.

Unstreitig fallen unter den Begriff des Kunden die (potentiellen) Vertragspartner des Wertpapierdienstleistungsunternehmens, die unmittelbar in persönlichen Kontakt zu einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen treten, um es für sich mit einer Wertpapierdienstleistung oder einer Wertpapiernebdienstleistung zu beauftragen.³¹⁷ Ihnen gegenüber hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen sämtliche Wohlverhaltensregeln einzuhalten.

Auch beim Auftreten eines Mittlers gilt grundsätzlich, dass Kunde derjenige ist, mit dem vertragliche Beziehungen zum Wertpapierdienstleistungsunternehmen bestehen. Bei Auftreten eines offenen Stellvertreters oder eines

³¹⁵ Koller, ZBB 1996, 97, 98

³¹⁶ ohne weitere Begründung beziehen den potentiellen Vertragspartner mit ein
Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 18; Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 2a, 8

³¹⁷ Koller, ZBB 1996, 97; Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 18; Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 2a, 8

Boten, ist Kunde also der Anleger, nicht die auftretende Person, denn mit dem Anleger steht das Wertpapierdienstleistungsunternehmen in vertraglichen Beziehungen. Handelt ein indirekter Stellvertreter, ist dieser Kunde und nicht der hinter ihm stehende Anleger. Problematisch bleibt jedoch, wie die einzelnen Wohlverhaltensregeln in diesen Fällen anzuwenden sind. Beispielsweise kann bei einem Vertreter auf dessen Kenntnisse und Erfahrungen³¹⁸ und die durch ihn definierten Anlageziele im Rahmen der Erkundigungs- und Informationspflicht abgestellt werden. Dagegen sind aber die finanziellen Verhältnisse des Kunden und dessen Interessen zu berücksichtigen.³¹⁹ Wie die einzelnen Wohlverhaltensregeln in solchen Fällen zu erfüllen sind, ist vom jeweiligen Einzelfall abhängig.

Ist ein Mittler selbst ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, so treffen die Wohlverhaltensregeln im Innenverhältnis gegenüber dem Kunden das mittelnde Unternehmen³²⁰, denn Verhaltenspflichten mehrerer gegenüber dem Anleger sind tunlichst zu vermeiden³²¹.

b) Vergleich der Kundenbegriffe in WpHG und MIFID

Vergleicht man den Kundenbegriff der MIFID mit dem des WpHG, so fällt Folgendes auf:

(a) Der *potentielle* Kunde

Bestimmte Wohlverhaltensregeln der MIFID gelten nicht nur gegenüber Kunden der Wertpapierfirma, sondern explizit auch gegenüber potenziellen Kunden, wie Art. 19 Abs. 2, 3, 4, 5 und 6 MIFID³²². Im WpHG ist der Begriff

³¹⁸ BaFin-Richtlinie Teil B 2. Abschnitt, 2.3

³¹⁹ Koller, ZBB 1996, 97, 103

³²⁰ Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 21 a.E. und 51; BGH BB 2001, 1865, 1867; Balzer, WM 2000, 441, 447; BaFin-Richtlinie Teil B 2. Abschnitt, 2.1 Absatz 2; **a.A.** Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG Rn. 86 Absatz 4

³²¹ Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 20 a.E.

³²² Art. 19 Abs. 1, 7 und 8 MIFID sprechen dagegen nur vom Kunden

des potentiellen Kunden im Rahmen der Wohlverhaltensregeln dagegen nicht zu finden, hier ist ausschließlich vom Kunden die Rede, vgl. § 31 WpHG.

Dieser Unterschied im Wortlaut der Wohlverhaltensregeln hat jedoch, anders als es auf den ersten Blick erscheinen mag, keine Erweiterung des Anwendungsbereichs der Wohlverhaltensregeln zur Folge.

Wie oben bereits erläutert³²³ fällt unter den Begriff des Kunden im WpHG auch der potentielle Vertragspartner. Damit resultiert aus der Aufnahme des potentiellen Kunden in den Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln der MIFID für das deutsche Recht kein Änderungsbedarf.³²⁴ Für das deutsche Recht liegt hierin lediglich eine Klarstellung. Die bislang im Wege der Auslegung des Kundenbegriffs erfolgte Anwendung der Wohlverhaltensregeln gegenüber potentiellen Vertragspartnern ist nun explizit geregelt.

(b) Die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen über ein anderes Wertpapierdienstleistungsunternehmen bzw. auf Anweisung eines anderen Wertpapierdienstleistungsunternehmens

In dem Fall, dass eine Wertpapierfirma eine andere Wertpapierfirma anweist, eine Wertpapierdienstleistung im Namen eines Kunden zu erbringen, regelt Art. 20 MIFID, dass beide Wertpapierfirmen dem Kunden gegenüber eine Wertpapierdienstleistung erbringen und somit grundsätzlich beide Wertpapierfirmen verpflichtet sind, die Wohlverhaltensregeln gegenüber dem Anleger einzuhalten.³²⁵

Die derzeitige deutsche Rechtslage unterscheidet sich in diesem Fall erheblich von den Regelungen der MIFID. Nach dem Kundenbegriff des WpHG ist in dem Fall, dass sich ein Anleger an ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen wendet und dieses den Auftrag nicht selbst ausführt, sondern hierfür ein anderes Wertpapierdienstleistungsunternehmen einschaltet, der Anleger nur als

³²³ Gliederungspunkt Kapitel 3, B.I.4.a)

³²⁴ **a.A. Kühne**, BKR 2005, 275, 278, der schreibt: „Die Aufnahme des Begriffes „potenzieller Kunde“ in die Regelungen der Richtlinie stellt eine explizite Ausdehnung des Begriffes „Kunde“ gegenüber den bisherigen Regelungen dar.“

³²⁵ Siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.X.1.

Kunde des ersten Wertpapierdienstleistungsunternehmens anzusehen, an das er sich gewendet hat. Das ausführende Wertpapierdienstleistungsunternehmen steht mit ihm nicht in einer Kundenbeziehung. Folglich ist auch nur das erste Wertpapierdienstleistungsunternehmen ihm gegenüber zur Einhaltung der Wohlverhaltensregeln verpflichtet.³²⁶

In Art. 20 MIFID-Situationen werden sich durch die MIFID also grundlegende Änderungen im deutschen Recht ergeben.

(c) Kundenkategorien

Eine Einteilung des Kunden in verschiedene Kundenkategorien, wie sie die MIFID vornimmt, ist dem WpHG fremd.

Die MIFID kennt drei Kategorien von Kunden, geeignete Gegenparteien, professionelle Anleger und Kleinanleger.³²⁷ Unter welche Kategorie der jeweilige Kunde fällt, bestimmt sich nach festgelegten Kriterien. Bei geeigneten Gegenparteien ist der Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln grundsätzlich nicht eröffnet.³²⁸ Bei professionellen Anlegern und Kleinanlegern gelten die Wohlverhaltensregeln der MIFID gleichermaßen, eine unterschiedliche Behandlung erfolgt allerdings auf der Stufe der Durchführungsvorschriften.³²⁹

Im Gegensatz hierzu kennt das WpHG nur den Kunden, ohne verschiedene Kategorien von Kunden zu definieren. Lediglich im Rahmen des § 31 Abs. 2 WpHG, also bzgl. der Erkundigungs- und Informationspflicht, erfolgt eine gewisse Unterscheidung nach der Professionalität des Kunden. § 31 Abs. 2 WpHG bestimmt, dass die Wertpapierdienstleistungsunternehmen nur insoweit verpflichtet sind, als dass *dies zur Wahrung der Interessen der Kunden und im Hinblick auf Art und Umfang der beabsichtigten Geschäfte erforderlich ist*. Im Rahmen dieser Erforderlichkeitsprüfung wird die Professionalität des Kunden

³²⁶ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.I.4.a), a.E.

³²⁷ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.I.5.

³²⁸ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.I.5.a) (b)

³²⁹ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.I.5.b) (c)

berücksichtigt, denn davon hängt ab, ob und in welchem Umfang es erforderlich ist, den Kunden zu befragen und zu informieren.³³⁰

Im deutschen Recht führt die Neureglung der MIFID also eine klare Unterscheidung zwischen den verschiedenen Kategorien von Kunden nach festgelegten Kriterien ein. An diese Einstufung des Kunden knüpft dann die Anwendbarkeit der Wohlverhaltensregeln.

II. Die Interessenwahrungspflicht des § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG

§ 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG:

„Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist verpflichtet, Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im Interesse seiner Kunden zu erbringen.“

1. Allgemeines

§ 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG diene der Umsetzung von Art. 11 Abs. 1 Spiegelstrich 2 ISD.³³¹ Allerdings spricht Art 11 Abs. 1 Spiegelstrich 2 ISD vom bestmöglichen Interesse des Kunden und der Integrität des Marktes, § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG dagegen nur vom Interesse des Kunden. Diese Divergenz im Wortlaut ist durch richtlinienkonforme Auslegung³³² zu harmonisieren.³³³

³³⁰ vgl. *Schwark*, in: *Schwark*, § 31 WpHG, Rn. 43, 63; *Koller*, in: *Assmann/Schneider*, § 31 WpHG, Rn. 88; BaFin-Richtlinie Teil C; ausführlich hierzu unten Gliederungspunkt Kapitel 3, B.IV.5. und B.V.3

³³¹ Bericht des Finanzausschusses, BT –Drs. 12/7918, S. 103. Soweit dort davon gesprochen wird, dass § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG auch der Umsetzung von Art. 11 Abs. 1 Spiegelstrich 3 ISD dienen soll, ist anzumerken, dass dieser in § 33 Nr. 1 WpHG umgesetzt wurde.

³³² zur richtlinienkonformen Auslegung siehe: EuGH v. 10.4.1984 – Rechtssache 79/83 (Harz), Slg. 1984, 1921, 1942; EuGH v. 8.10.1987 – Rechtssache 80/86 (Kolpinghuis/ Nijmwegen), Slg. 1987, 3969, 3986 f.; EuGH v. 13.11.1990 – Rechtssache C-106/89 (Marleasing), Slg. 1990, 4135, 4158

³³³ *Koller*, in: *Assmann/Schneider*, § 31 WpHG, Rn. 2; *Schäfer*, in: *Schäfer*, § 31 WpHG, Rn. 10; BGHZ 147, 343, 348; *Schulte-Frohlinde*, S. 72, 88

Des Weiteren ist in Art. 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG durch richtlinienkonforme Auslegung die Pflicht des Art. 11 Abs. 1 Spiegelstrich 1 ISD, „recht und billig“ zu handeln, hineinzulesen.³³⁴

Art. 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG ist richtlinienkonform also wie folgt zu lesen:

Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist verpflichtet, Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit, *recht und billig* im *bestmöglichen* Interesse seiner Kunden zu erbringen.

2. Erbringung der Dienstleistung mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit, sowie recht und billig

Die Begriffe Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit, sowie recht und billig beschreiben die Art und Weise näher, wie die Interessen des Kunden bestmöglich zu wahren sind.

a) Sachkenntnis

Die geforderte Sachkenntnis zielt auf die fachliche Kompetenz der Mitarbeiter ab. Sie müssen über die „zur sachgemäßen Beurteilung des Produkts und zur Durchführung des infrage stehenden Geschäfts“³³⁵ erforderlichen Kenntnisse besitzen. Fehlen dem Mitarbeiter diese Kenntnisse, so ist er verpflichtet, sich die notwendigen Informationen zu beschaffen, oder falls dies unzumutbar oder unmöglich ist, hat er den Kunden auf dieses Informationsdefizit deutlich hinzuweisen.³³⁶

Welche Anforderungen also genau an die Mitarbeiter der Wertpapierfirmen zu stellen sind, ist schwer auszumachen. Jedenfalls ist zu verlangen, dass fachspezifische Zeitungen und Zeitschriften gelesen werden, sowie dass regelmäßig Fortbildungsveranstaltungen besucht werden.³³⁷

³³⁴ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 7; Schulte-Frohlinde, S. 71,72

³³⁵ Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 5

³³⁶ BGH WM 1998,1391, 1392 ; WM 1993, 1455, 1456

³³⁷ Winternitz, § 13 WAG, Rn. 7

b) Sorgfalt

Der Begriff der Sorgfalt, wie er in der ISD verwendet wird, ist die Übersetzung des englischen Begriffs *care* und des französischen Begriffs *soin*, die eher dem Begriff der Fürsorge als dem der Sorgfalt entsprechen. Gemäß einer richtlinienkonformen Auslegung ist der Begriff der Sorgfalt in § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG also dahingehend auszulegen, dass er eine dem Kunden gegenüber fürsorgliche Erbringung der Dienstleistung fordert, also zu fremdnützigem Handeln verpflichtet.³³⁸ Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen darf sich also nicht an seinem eigenen finanziellen Vorteil orientieren, sondern muss sich loyal dem Kunden gegenüber verhalten.³³⁹

c) Gewissenhaftigkeit

Der Begriff der Gewissenhaftigkeit meint die verkehrserforderliche Sorgfalt.³⁴⁰ Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen hat also so zu handeln, wie ein ordentlicher Angehöriger der Branche der Wertpapierdienstleistungsunternehmen handeln würde.³⁴¹

d) Recht und billig

Die Pflicht, recht und billig (in der englischen Version der ISD als *honestly and fairly* bezeichnet) im bestmöglichen Interessen des Kunden zu handeln, hat in diesem Sinne keine eigenständige Bedeutung, sondern unterstreicht die Pflicht der Wertpapierdienstleistungsunternehmen, sich als Interessenwahrer zu verstehen, die nicht wie Unternehmen handeln, die in einem natürlichen

³³⁸ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 5;

³³⁹ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 6; Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 6

³⁴⁰ Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 5 a.E.

³⁴¹ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 5

Interessenskonflikt zu ihren Geschäftspartnern stehen und davon ausgehen können, dass ihre Geschäftspartner selbst für ihre Interessen sorgen.³⁴²

3. Erbringung der Dienstleistung im bestmöglichen Interesse des Kunden

a) Allgemeines

Bei der Beurteilung, was dem Interesse des Kunden entspricht, hat sich das Unternehmen an den erkennbaren individuellen Interessen des Kunden zu orientieren³⁴³, nicht am objektiven Interesse³⁴⁴. „Die Interessenwahrungspflicht des § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG hat nicht die Funktion, nicht aufklärungsbedürftige Kunden (...) durch Begrenzung ihrer Entscheidungsfreiheit vor sich selbst zu schützen. Die Entscheidung und Verantwortung, ob risikoreiche Spekulationsgeschäfte trotz unzureichender Eigenkapitalausstattung abgeschlossen werden sollen, obliegt vielmehr auch nach Inkrafttreten des Wertpapierhandelsgesetzes allein dem Kunden (...). Auch objektiv unvernünftige Aufträge hinreichend informierter Kunden darf das Wertpapierdienstleistungsunternehmen ausführen. §§ 31 ff. WpHG sind so zu interpretieren, dass die Schwächen des Verbraucherverhaltens, insbesondere soweit sie auf unzureichender Information beruhen, nicht ausgenutzt werden dürfen.“³⁴⁵

Dieser Grundsatz, dass es auf das individuelle Interesse des Kunden ankommt, ist jedoch dahingehend eingeschränkt, dass Aufträge, die erkennbar nicht mit dem objektiven vernünftigen Interesse des Kunden übereinstimmen, beispielsweise weil sie den Erfahrungshorizont und/oder die finanziellen Verhältnisse des Kunden offensichtlich übersteigen, nur ausgeführt bzw.

³⁴² Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 7

³⁴³ Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 7; BaFin-Richtlinie Teil B 3. Abschnitt, 3.3, Absatz 1 Satz 1

³⁴⁴ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 8, 10; Schäfer, in: Schäfer, § 31 WpHG, Rn. 11 f.

³⁴⁵ BGHZ 147, 343, 349

weitergeleitet werden dürfen, wenn das Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Kunden vorher hierauf hingewiesen hat.³⁴⁶

Sollte es dem Unternehmen nicht möglich sein, das subjektive Interesse des Kunden einzuholen oder zu erkennen, so hat es sich am wohlverstandenen Kundeninteresse zu orientieren.³⁴⁷

b) Einzelne Pflichten

Im einzelnen lassen sich aus der Pflicht, Dienstleistungen im bestmöglichen Interesse des Kunden zu erbringen, folgende Einzelpflichten ableiten:

(a) Bestmögliche Bedingungen der Ausführung

Aufträge sind zu den bestmöglichen Bedingungen auszuführen.³⁴⁸ Hierbei ist in erster Linie entscheidend, den günstigsten Preis zu erzielen. Dieser ergibt sich nicht nur aus dem günstigsten Kurs, sondern es gilt auch die Transaktionskosten zu berücksichtigen.³⁴⁹ Bei der Suche nach den bestmöglichen Bedingungen für die Ausführung, sind neben dem Preis auch andere oder bei späteren Geschäften zu erwartenden Vorteile, wie Solvenz, zu beachten. Solche Vorteile können einen ungünstigeren Preis auch aufwiegen. Entscheidend ist, dass das Wertpapierdienstleistungsunternehmen vernünftigerweise davon ausgehen darf, dass kein anderes Geschäft den erkennbaren Interessen des einzelnen Kunden besser entspricht.³⁵⁰

(b) Zeitnahe Ausführung

³⁴⁶ BaFin-Richtlinie Teil B 3. Abschnitt, 3.3, Absatz 1 Satz 2; *Koller*, in: Assmann/Schneider, § 31 WpHG, Rn. 10 a.E.; *Schwark*, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 8, der dies als Suitability-Doktrin bezeichnet

³⁴⁷ *Schwark*, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 28; *Schäfer*, in: Schäfer, § 31 WpHG, Rn. 12

³⁴⁸ BGHZ 147, 343, 348; *Koller*, in: Assmann/Schneider, § 31 WpHG, Rn. 9;

³⁴⁹ BaFin-Richtlinie Teil B 3. Abschnitt, 3.3, Absatz 5 Satz 1; *Schwark*, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 12

³⁵⁰ *Koller*, in: Assmann/Schneider, § 31 WpHG, Rn. 11

Kundenaufträge sind grundsätzlich zeitnah auszuführen³⁵¹, da dies normalerweise dem Kundeninteresse entspricht.³⁵² Gebietet das Kundeninteresse aber ausnahmsweise eine spätere Ausführung, so ist dem nachzukommen.³⁵³

Soweit Aufträge an einer Börse auszuführen sind, hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen für eine unverzügliche Weiterleitung zu sorgen.³⁵⁴ Bei Aufträgen, die über Orderroutingsysteme an die jeweilige Börse weitergeleitet werden, ist dafür Sorge zu tragen, dass Verzögerungen bei der Auftragsweiterleitung möglichst gering sind, andernfalls sind die Aufträge auf einem anderen Weg weiterzuleiten.³⁵⁵

(c) Bündelung von Kundenaufträgen

Eine Bündelung von Kundenaufträgen untereinander und mit Eigengeschäftsaufträgen des Wertpapierdienstleistungsunternehmens kann im Interesse des Kunden geboten sein, wenn die Kundenorder für sich allein nicht oder nur zu schlechteren Bedingungen ausführbar ist.³⁵⁶ Ansonsten darf eine solche Bündelung von Aufträgen vorgenommen werden, wenn kein Grund zu der Annahme besteht, dass dadurch das Kundeninteresse verletzt wird.³⁵⁷ Das Kundeninteresse wird durch eine solche Bündelung dann nicht verletzt, wenn dem Kunden aus der Bündelung kein Nachteil droht. Bei ständigen Geschäftsverbindungen ist auch eine längerfristige Betrachtungsweise derart möglich, dass, auch wenn der Kunde durch die Bündelung dieses einen Auftrags schlechter gestellt wird, die Bündelung sein Interesse dann nicht verletzt, wenn er einer Bündelung zugestimmt hat und zu erwarten ist, dass der

³⁵¹ BaFin-Richtlinie Teil B 3. Abschnitt, 3.2, Absatz 1 Satz 1

³⁵² *Schwark*, in: *Schwark*, § 31 WpHG, Rn. 13

³⁵³ BaFin-Richtlinie Teil B 3. Abschnitt, 3.2, Absatz 3 Satz 1

³⁵⁴ BaFin-Richtlinie Teil B 3. Abschnitt, 3.2, Absatz 1 Satz 3

³⁵⁵ BaFin-Richtlinie Teil B 3. Abschnitt, 3.3, Absatz 3

³⁵⁶ *Koller*, in: *Assmann/ Schneider*, § 31 WpHG, Rn. 12; *Schwark*, in: *Schwark*, § 31 WpHG, Rn. 13

³⁵⁷ BaFin-Richtlinie Teil B 3. Abschnitt, 3.5, Absatz 1 Satz 1

jetzige Nachteil bei späteren Transaktionen durch Bündelung von Aufträgen mehr als aufgewogen wird.³⁵⁸

Bei der Bündelung von Aufträgen sind die Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet:

- möglicherweise erreichte Kostenvorteile anteilig an die Kunden weiterzugeben;³⁵⁹
- eine Zuordnung des Kundenauftrags zum jeweiligen Ausführungsgeschäft stets zu ermöglichen und Ausführungsgeschäfte aus zusammengefassten Aufträgen unverzüglich nach der Ausführung - d.h. grundsätzlich noch am Handelstag – den betroffenen Kunden zuzuordnen;³⁶⁰ und
- falls nicht alle Aufträge ausgeführt werden konnten, den Kundenaufträgen Vorrang einzuräumen, außer wenn den Umständen nach anzunehmen ist, dass ohne die Zusammenfassung mit Eigenaufträgen eine Zuteilung an den betreffenden Kunden überhaupt nicht oder nur zu schlechteren Bedingungen möglich gewesen wäre.³⁶¹

(d) Ausführungsort

Gem. § 22 BörsG³⁶² besteht für bestimmte Aufträge Börsenpflicht. Danach müssen Aufträge für den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen oder in den Freiverkehr einbezogen sind, über den Handel an einer Börse ausgeführt werden, sofern der Auftraggeber seinen gewöhnlichen Aufenthalt oder seine Geschäftsleitung im Inland hat und er nicht für den Einzelfall ausdrücklich eine andere Weisung erteilt. Sofern es sich bei dem Auftraggeber nicht um einen Verbraucher handelt, kann dieser auch für eine unbestimmte Zahl von Fällen eine andere Weisung erteilen. Im Falle einer solchen Weisung können diese Aufträge dann beispielsweise in einem internalisierten Handelssystem des

³⁵⁸ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 12

³⁵⁹ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.5, Absatz 1 Satz 2

³⁶⁰ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.5, Absatz 2

³⁶¹ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.5, Absatz 3

³⁶² Börsengesetz vom 22.06.2002, BGBl I 2010 / BGBl III FNA 4110-8

Wertpapierdienstleistungsunternehmens, über Xetra-Best oder durch Eigenhandelsgeschäft abgewickelt werden.³⁶³ Der Kunde ist darauf hinzuweisen, dass er das Recht hat, Weisungen für die Ausführung, insbesondere hinsichtlich der Bestimmung des Börsenplatzes, zu erteilen.³⁶⁴ Besteht weder die Börsenpflicht gem. § 22 BörsG, noch liegt eine Weisung des Kunden vor, so ist der Ausführungsort nach dem Interesse des Kunden zu bestimmen. Dabei haben die Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Ort auszuwählen, an dem vernünftigerweise die besten Konditionen erwartet werden können. Es kann dabei nicht erwartet werden, dass das Wertpapierdienstleistungsunternehmen alle Märkte überblickt, weshalb es sich auf Erfahrungen stützen kann, die aufgrund hinreichend intensiver und häufiger Beobachtung und Überprüfung gewonnen wurden.³⁶⁵

(e) Weiterleitung von Aufträgen

Werden Kundenaufträge vom Wertpapierdienstleistungsunternehmen lediglich an andere Wertpapierdienstleistungsunternehmen weitergeleitet, so ist, sofern die Dienstleistung sich nicht auf eine reine Botentätigkeit beschränkt, dem Kunden gegenüber klarzustellen, dass und für wen das weiterleitende Wertpapierdienstleistungsunternehmen tätig wird. Ferner ist darauf hinzuweisen, dass der Kundenauftrag von dem anderen Wertpapierdienstleistungsunternehmen ausgeführt wird, sowie ob und unter welchen Voraussetzungen dessen Geschäftsbedingungen zugrunde gelegt werden.³⁶⁶

Bei Ausführung bzw. Weiterleitung des Kundenauftrags durch Dritte hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen diese im Interesse der bestmöglichen Ausführung bzw. Weiterleitung sorgfältig auszuwählen.³⁶⁷

(f) Dokumentationspflichten

³⁶³ *Schwark*, in: *Schwark*, § 31 WpHG, Rn. 14

³⁶⁴ BaFin-Richtlinie, Teil B 2. Abschnitt, 2.2, Absatz 2 Satz 1

³⁶⁵ *Koller*, in: *Assmann/ Schneider*, § 31 WpHG, Rn. 13

³⁶⁶ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.2, Absatz 5

³⁶⁷ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.3, Absatz 4

Werden einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen Aufträge erteilt, so unterliegt es einer Dokumentationspflicht.³⁶⁸

Bei Vermittlungsgeschäften ist grundsätzlich schriftlich oder durch eine gleichwertige Aufzeichnungsform (z.B. elektronisch) der Zeitpunkt der Erteilung des Auftrags des Kunden unter Angabe des annehmenden Mitarbeiters sowie der Zeitpunkt der Ausführung bzw. Weiterleitung zu dokumentieren. Gleiches gilt für Eigenhandel für andere mit der Maßgabe, dass der Zeitpunkt des Vertragsschlusses und der Ausführung festzuhalten ist.³⁶⁹

Bei Kommissionsgeschäften ist der Zeitpunkt der Erteilung des Auftrags, der Weitergabe an ein ausführendes Wertpapierdienstleistungsunternehmen (insbesondere einen Makler) und dessen Auftragsausführung regelmäßig durch elektronische oder vergleichbare Mittel festzuhalten. In Ausnahmefällen ist die manuelle Dokumentation ausreichend.³⁷⁰

Eine Ausnahme betreffend die formellen Anforderungen an die Dokumentation ist für telefonisch erteilte Aufträge vorgesehen. Diese können mit Einwilligung des Kunden auch durch Tonträgeraufzeichnungen dokumentiert werden.³⁷¹

Zeitlich gesehen hat die Aufzeichnung in unmittelbarem Zusammenhang mit der Annahme bzw. Weiterleitung und der Ausführung des Auftrags zu erfolgen.³⁷²

Jedes Ausführungsgeschäft ist sofort nach Geschäftsabschluss mit allen maßgebenden Abschlussdaten zu erfassen und anschließend unverzüglich mit allen Unterlagen an die Abwicklung weiterzuleiten. Ausführungsgeschäfte, die nach Erfassungsschluss der Abwicklung geschlossen werden (Spätgeschäfte),

³⁶⁸ Vgl. hierzu auch die Aufzeichnungspflichten gem. § 34 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpHG, wonach ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen den Auftrag und hierzu erteilte Anweisungen des Kunden sowie die Ausführung des Auftrags, und den Namen des Angestellten, der den Auftrag des Kunden angenommen hat, sowie die Uhrzeit der Erteilung und Ausführung des Auftrags aufzuzeichnen hat.

³⁶⁹ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.6.1, Absatz 1

³⁷⁰ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.6.1, Absatz 2

³⁷¹ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.6.1, Absatz 3

³⁷² BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.6.1, Absatz 4

sind als solche zu kennzeichnen und bei Positionen des Abschlusstags (einschließlich der Nacherfassung) zu berücksichtigen. Händlerzettel über Spätgeschäfte sind unverzüglich einer Stelle außerhalb des Handels zuzuleiten.³⁷³

Für Geschäfte, die über ein Abwicklungssystem einer Börse oder ein anderes Abwicklungssystem abgerechnet werden, ist eine andere Form der Dokumentation zulässig.³⁷⁴

(g) Auftragsbestätigung und Geschäftsabrechnung

Grundsätzlich ist jeder Auftrag, der nicht tagesgültig erteilt wird, spätestens an dem der Erteilung folgenden Tag schriftlich oder in gleichwertiger Form zu bestätigen (Auftragsbestätigung), sofern er nicht unverzüglich, spätestens an dem der Erteilung folgenden Tag, schriftlich oder in gleichwertiger Form abgerechnet wird (Geschäftsabrechnung). Auch besondere Anweisungen des Kunden, etwa Limitierungen, sind zu bestätigen. Bei Zeichnungsaufträgen kann eine Auftragsbestätigung entfallen, wenn der Kunde spätestens vor Erteilung des Zeichnungsauftrages darauf hingewiesen wird, dass eine Auftragsbestätigung nicht erteilt wird.³⁷⁵

Jeder Eigenhandel für andere ist unverzüglich schriftlich oder in gleichwertiger Form abzurechnen.³⁷⁶

Die Geschäftsabrechnung muss alle für das Geschäft wesentlichen Angaben enthalten, hinsichtlich der in Rechnung gestellten Kosten transparent und (für den durchschnittlichen Kunden) verständlich sein. Dazu gehören insbesondere der Preis, das Abschlussdatum und beim Kommissionsgeschäft auch der Börsenplatz.³⁷⁷

³⁷³ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.6.1, Absatz 5

³⁷⁴ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.6.1, Absatz 6

³⁷⁵ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.6.2, Absatz 1

³⁷⁶ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.6.2, Absatz 2

³⁷⁷ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.6.2, Absatz 3

Bei Termingeschäften ist dem Kunden für die Eröffnung und Schließung jeder Position eine entsprechende Geschäftsbestätigung bzw. -abrechnung zu erteilen.³⁷⁸

Kommt es beim Kommissionsgeschäft zur Teilausführung, gilt die Teilgeschäftsabrechnung, die für den ausgeführten Teil erstellt wird, zugleich als Auftragsbestätigung für den nicht ausgeführten Teil.³⁷⁹

Bei der Zusammenfassung von Kundenaufträgen im Rahmen des Kommissionsgeschäfts ist an jeden Kunden eine Auftragsbestätigung zu senden. Jedes Geschäft muss einzeln gebucht und aufgezeichnet werden.³⁸⁰

(h) Geschäftsbestätigung

Im Rahmen des Kommissionsgeschäfts ist grundsätzlich jedes Geschäft nach Ausführung unverzüglich schriftlich oder in gleichwertiger Form dem Kunden anzuzeigen (Geschäftsbestätigung)³⁸¹, sofern es nicht unverzüglich abgerechnet wird (Geschäftsabrechnung). Für Geschäfte, die über ein Abwicklungssystem einer Börse oder ein anderes Abwicklungssystem abgerechnet werden, ist eine andere als die vorgenannte Form der Geschäftsbestätigung bzw. -abrechnung zulässig.³⁸²

Erbringt ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen Portfolio-Verwaltung, so hat es nicht bei jedem Veräußerungs- oder Erwerbsgeschäft dem Kunden eine Geschäftsbestätigung zukommen zu lassen. Alle zwölf Monate sollte es jedoch eine Aufstellung übersenden, aus der sich der Status des Vermögens ergibt. Bei gravierendem Vermögensverfall ist der Kunde unverzüglich zu benachrichtigen.³⁸³

(i) Vergütung

³⁷⁸ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.6.2, Absatz 4

³⁷⁹ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.6.2, Absatz 5

³⁸⁰ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.6.2, Absatz 6

³⁸¹ Die Pflicht des Kommissionärs, von der Ausführung des Geschäfts unverzüglich Anzeige zu machen, ergibt sich auch aus § 384 Abs. 2 Halbsatz 1 HGB.

³⁸² BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.6.3

³⁸³ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 15 a.E.

In Bezug auf die Vergütung, die der Kunde dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu zahlen hat, beinhaltet die Pflicht gem. § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG, recht und billig zu handeln, dass diese nicht übermäßig sein darf.³⁸⁴ Eine Vergütung ist dann nicht übermäßig, wenn sie der Billigkeit entspricht. Als Maßstab für eine zu hohe Vergütung ist also nicht ein Verstoß gegen die guten Sitten heranzuziehen, sondern eine bereits nicht mehr der Billigkeit entsprechende Vergütung gilt als übermäßig.³⁸⁵

(j) Portfolio-Verwaltung

Besonders bei Erbringung der Dienstleistung der Portfolio-Verwaltung resultieren aus der Pflicht zur Interessenwahrung vielfältige Einzelpflichten, denn im Gegensatz zu allen anderen Wertpapierdienstleistungen handelt das Wertpapierdienstleistungsunternehmen hier mit eigenem Entscheidungsspielraum.

So hat der Portfolio-Verwalter die Pflicht, das Depot zu überwachen und dann tätig zu werden, wenn er feststellt, dass es nicht mehr optimal den Interessen des Kunden entspricht.

Bei seinen Anlageentscheidungen hat der Portfolio-Verwalter die verkehrserforderliche Sorgfalt zu beachten. Ihm steht ein angemessener Ermessensspielraum zur Verfügung, solange die Anlageentscheidung mit den Interessen des Kunden vereinbar ist.

Der Portfolio-Verwalter ist zwar nicht verpflichtet, Anlagerichtlinien zu vereinbaren³⁸⁶, allerdings ist er verpflichtet vereinbarte Anlagerichtlinien einzuhalten³⁸⁷.

³⁸⁴ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 16; Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 15

³⁸⁵ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 16

³⁸⁶ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 22; Schäfer, in: Schäfer, § 31 WpHG, Rn. 96; Balzer, WM 2000, 441, 448; Schödermeier, WM 1995, 2053, 2056; Kienle, in: Schimansky/ Bunte/ Lwowski, § 111, Rn. 19 a.A. Gaßner/ Escher, WM 1997, 93, 99 f.; Schwennicke, WuB I G 9-1.97

³⁸⁷ vgl. BGH ZIP 1997, 2149, 2150

Außerdem trifft den Portfolio-Verwalter die Pflicht, die Risiken optimal zu streuen.³⁸⁸

4. Vergleich zur MIFID

a) Kundengünstigste Ausführung von Aufträgen

Die Pflicht zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen, wie sie Art. 21 MIFID regelt, ist im deutschen Recht nicht neu. Wie oben erläutert³⁸⁹ ergibt sich eine solche Pflicht aus § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG. Bei genauer Betrachtungsweise lassen sich jedoch verschiedene Unterschiede feststellen.

So regelt die MIFID diese Pflicht ausdrücklich, im Gegensatz zum deutschen Recht, wo diese Pflicht der Pflicht, Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebendienstleistungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im Interesse des Kunden zu erbringen, entnommen wird. Eine solche explizite Regelung bringt immer ein höheres Maß an Rechtssicherheit mit sich, auch wenn die Pflicht zur kundengünstigsten Ausführung im deutschen Recht unumstritten ist.

Auch soweit die Einzelheiten der Pflicht zur kundengünstigsten Ausführung betroffen sind, ergeben sich Unterschiede. Im deutschen Recht wird das bestmögliche Ergebnis in erster Linie durch den Preis (= Kurs und Kosten) bestimmt, wobei auch andere Gesichtspunkte berücksichtigt werden dürfen.³⁹⁰

Nach der Regelung der MIFID hingegen bestimmt sich das bestmögliche Ergebnis nach allen relevanten Aspekten, insbesondere nach Kurs, Kosten, Schnelligkeit, Wahrscheinlichkeit der Ausführung und Abwicklung, Umfang und Art.³⁹¹ Wie wichtig diese verschiedenen Aspekte im Einzelnen zur Bestimmung des bestmöglichen Ergebnisses sind, hat die Wertpapierfirma

³⁸⁸ Schäfer, in: Schäfer, § 31 WpHG, Rn. 102; Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 22; Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 17

³⁸⁹ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.II.3.b) (a)

³⁹⁰ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.II.3.b) (a)

³⁹¹ siehe Art. 21 Abs. 1 MIFID

nach bestimmten Kriterien zu beurteilen.³⁹² Nur gegenüber Kleinanlegern soll der Preis der wichtigste Aspekt sein.³⁹³

Bei der Frage, welcher Ausführungsort zu wählen ist, gilt im deutschen Recht entweder die Weisung des Kunden, die Börsenpflicht gem. § 22 BörsG oder es ist der Ort zu wählen, an dem vernünftigerweise die besten Konditionen zu erwarten sind, dabei darf sich das Wertpapierdienstleistungsunternehmen auf seine hinreichend gesicherten und überprüften Erfahrungen stützen.³⁹⁴ Nach den Regelungen der MIFID haben die Wertpapierfirmen Grundsätze der Auftragsausführung festzulegen, in denen die von ihnen genutzten Handelsplätze genannt werden, sowie die Faktoren für die Wahl des jeweiligen Handelsplatzes. Mindestens sind jedoch die Handelsplätze zu nennen, wo gleich bleibend die bestmöglichen Ergebnisse erzielt werden können.³⁹⁵ Mindestens jährlich oder bei Bedarf hat die Wertpapierfirma zu überprüfen, ob die genannten Handelsplätze das bestmögliche Ergebnis erbringen.³⁹⁶ Bei Weisungen des Kunden betreffend die Ausführung des Auftrags, hat sich die Wertpapierfirma weisungsgemäß zu verhalten³⁹⁷, allerdings hat sie in dem Fall, dass eine solche Weisung in Konflikt mit ihrer Ausführungspolitik steht, den Kunden zu warnen.³⁹⁸

Mit der Umsetzung der MIFID kann die Börsenpflicht des § 22 BörsG nicht länger Bestand haben. Nach den Regelungen der MIFID ist der Handelsplatz ausschließlich nach dem bestmöglichen Ergebnis auszusuchen, und selbst eine Kundenweisung ist im Hinblick hierauf zu überprüfen und der Kunde gegebenenfalls zu warnen. Dem widerspricht eine gesetzliche Pflicht, bestimmte Aufträge mangels anderslautender Kundenweisung nur an der Börse auszuführen.

Zusammenfassend kann also für den Bereich der kundengünstigsten Ausführung festgehalten werden, dass durch die expliziten und detaillierten

³⁹² Art. 44 Abs. 1 DurchRiLiV; siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.XI.2.

³⁹³ Art. 44 Abs. 3 DurchRiLiV; siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.XI.2.

³⁹⁴ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.II.3.b) (d)

³⁹⁵ Art. 21 Abs. 3 MIFID

³⁹⁶ Art. 21 Abs. 4 MIFID; siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.XI.4.

³⁹⁷ Art. 21 Abs. 1 Satz 2 MIFID

³⁹⁸ Art. 46 Abs. 3 DurchRiLiV; siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.XI.3.

Regelungen der MIFID im Gegensatz zur derzeitigen Regelung im deutschen Recht ein höheres Maß an Rechtssicherheit erreicht werden wird und, dass die Börsenpflicht gem. § 22 BörsG entfallen muss.

b) Bearbeitung von Kundenaufträgen

(a) zeitnahe Ausführung

Aus § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG ergibt sich auch die Pflicht, dass grundsätzlich eine zeitnahe Ausführung geboten ist, außer diese liegt ausnahmsweise nicht im Kundeninteresse.³⁹⁹ Dem entspricht die Regelung gem. Art. 47 Abs. 1 Buchstabe b DurchRiLiV, wonach Kundenaufträge unverzüglich auszuführen sind, außer die Art des Auftrags oder vorherrschende Marktbedingungen machen dies unmöglich, oder im Interesse des Kunden ist anderweitig zu handeln.⁴⁰⁰ Der Unterschied zwischen der deutschen Regelung und der MIFID liegt also lediglich darin, dass die MIFID diese Pflicht in den Durchführungsmaßnahmen explizit regelt.

(b) Bündelung von Aufträgen

Die Bündelung von Kundenaufträgen und Eigengeschäften ist nach deutscher Rechtslage gem. § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG zulässig, wenn der Auftrag allein nicht oder nur zu schlechteren Bedingungen ausführbar ist oder wenn jedenfalls keine Verletzung des Kundeninteresses hieraus resultiert. Kostenvorteile sind anteilig weiterzugeben, eine ständige Zuordnung des Kundenauftrags zum jeweiligen Ausführungsgeschäft muss möglich sein, sowie eine unverzügliche Zuordnung der Ausführungsgeschäfte an die Kunden nach Ausführung erfolgen. Bei Teilausführungen haben Kundenaufträge Vorrang, außer es ist nach den Umständen anzunehmen, dass ohne die Zusammenfassung mit Eigengeschäften eine Zuteilung nur zu schlechteren

³⁹⁹ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.II.3.b) (b)

⁴⁰⁰ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.XII.2.

Bedingungen oder überhaupt nicht möglich gewesen wäre.⁴⁰¹ Die Regelungen der MIFID hierzu sind ähnlich. So soll grundsätzlich keine Zusammenlegung erfolgen, außer ein Nachteil für den Kunden durch die Zusammenlegung ist insgesamt unwahrscheinlich, die Möglichkeit eines Nachteils betreffend einen bestimmten Auftrag wurde dem Kunden mitgeteilt und es besteht eine wirksam umgesetzte Auftragszuweisungsstrategie.⁴⁰² Bei bloßer Teilausführung hat ebenfalls die Auftragszuweisungsstrategie einzugreifen.⁴⁰³ Bei der Zusammenlegung mit Eigengeschäften gilt, dass die Verteilung ohne Nachteil für den Kunden zu erfolgen hat⁴⁰⁴, und dass bei Teilausführung vorrangig an die Kunden zu verteilen ist, außer die Firma kann darlegen, dass der Kundenauftrag nicht zu derart günstigen Bedingungen oder überhaupt nicht hätte ausgeführt werden können⁴⁰⁵.

Neu an der Regelung der MIFID für das deutsche Recht ist also zum einen, dass der Kunde über mögliche Nachteile zu informieren ist, zum anderen, dass eine gerechte (keine anteilige) Verteilung zu erfolgen hat. Außerdem gilt auch hier, dass die MIFID eine explizite Regelung schafft, wodurch sich die Rechtssicherheit erhöht.

(c) Dokumentationspflichten

Aus § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG werden bestimmte Dokumentationspflichten abgeleitet. So hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen unter anderem den Zeitpunkt der Ausführung mit allen maßgebenden Abschlussdaten zu dokumentieren.⁴⁰⁶ Dies hat grundsätzlich⁴⁰⁷ schriftlich oder durch gleichwertige Aufzeichnungsform, sowie sofort nach Geschäftsabschluss zu erfolgen.⁴⁰⁸

⁴⁰¹ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B. II.3.b) (c)

⁴⁰² Art. 48 Abs. 1 DurchRiLiV; siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.XII.3.

⁴⁰³ Art. 48 Abs. 2 DurchRiLiV; siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.XII.3.

⁴⁰⁴ Art. 49 Abs. 1 DurchRiLiV; siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.XII.3.

⁴⁰⁵ Art. 49 Abs. 2 DurchRiLiV; siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.XII.3.

⁴⁰⁶ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.3.b) (f)

⁴⁰⁷ zu den Ausnahmen siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.3.b) (f)

⁴⁰⁸ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.3.b) (f)

Nach der Neuregelung hat eine Wertpapierfirma ausgeführte Kundenaufträge unverzüglich zu registrieren⁴⁰⁹, nähere Bestimmungen sind hierzu nicht vorgesehen. Die Neuregelung ist in diesem Punkt also weniger streng, als die deutschen Vorschriften, denn es ist lediglich der ausgeführte Kundenauftrag zu registrieren, weder der Zeitpunkt der Ausführung, noch die maßgebenden Abschlussdaten sind aufzuzeichnen.

III. Vermeidung und Bewältigung von Interessenkonflikten gem. § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG

§ 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG:

„Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist verpflichtet, sich um die Vermeidung von Interessenkonflikten zu bemühen und dafür zu sorgen, dass bei unvermeidbaren Interessenkonflikten der Kundenauftrag unter der gebotenen Wahrung des Kundeninteresses ausgeführt wird.“

1. Allgemeines

Wertpapierdienstleistungsunternehmen, vor allem Universalbanken, sind vielfältigen Interessenkonflikten ausgesetzt, die aus einer Vielzahl von Kundenbeziehungen, sich berührender unterschiedlicher Geschäftsfelder und aus dem Eigenhandel entstehen.⁴¹⁰ Diese Konflikte bergen eine gewisse Manipulationsgefahr, deren Ausschaltung § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG anstrebt.

Im Gegensatz zur Interessenwahrungspflicht des § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG, die bei der Erledigung des Kundenauftrags eingreift, setzt § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG im Vorfeld der Auftragserledigung ein.⁴¹¹ § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG ist daher mehr als eine Präzisierung der Interessenwahrungspflicht gem. § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG.⁴¹²

⁴⁰⁹ Art. 47 Abs. 1 Buchstabe a DurchRiLiV; siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.XII.2.

⁴¹⁰ Kümpel, WM 1993, 2025, 2027; Kümpel, WM 1995, 689 f.

⁴¹¹ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 34

⁴¹² Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 23 a.E.

§ 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG fordert keine absolute Vermeidung von Interessenkonflikten, denn eine solche ließe sich nur durch Aufgabe aller konfligierender Geschäfte erreichen.⁴¹³ So dürften im Extremfall Wertpapierdienstleistungsunternehmen keinerlei Geschäfte mit Dritten auf eigene Rechnung durchführen und auch nur jeweils für einen einzigen Kunden tätig sein.⁴¹⁴ Dass eine solche Interpretation, die zu wirtschaftlich untragbaren Ergebnissen führt, nicht gewollt ist, liegt auf der Hand.⁴¹⁵ Vielmehr geht es um die Vermeidbarkeit von mit zumutbaren Kräften vermeidbaren Interessenkonflikten.⁴¹⁶ Dies zeigt schon die Formulierung der Vorschrift, wonach sich das Wertpapierdienstleistungsunternehmen um die Vermeidung *zu bemühen* hat. Dass die Vorschrift den Ausdruck *bemühen* verwendet, und nicht formuliert, dass Interessenkonflikte zu vermeiden sind, macht deutlich, dass es nicht in erster Linie um den Vermeidungserfolg geht, sondern darum, ausreichende Anstrengungen zur Erreichung des Erfolgs zu unternehmen.⁴¹⁷ Bei unvermeidbaren Interessenkonflikten sind die konfligierenden Interessen abzuwägen und auszubalancieren.⁴¹⁸

2. Methoden der Vermeidung und Bewältigung von Interessenkonflikten

Zur Vermeidung und Bewältigung von Interessenkonflikten stehen den Wertpapierdienstleistungsunternehmen verschiedene Methoden wie Aufklärung, Organisation, Priorität, Gleichbehandlung oder Abstandnahme zur Verfügung.

a) Aufklärung

(a) Eignung der Aufklärung zur Konfliktvermeidung und -bewältigung

⁴¹³ Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 24; Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 30

⁴¹⁴ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 30

⁴¹⁵ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 31

⁴¹⁶ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 32

⁴¹⁷ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 32

⁴¹⁸ Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 23 a.E.

Inwieweit die Aufklärung ein taugliches Mittel zur Konfliktvermeidung und Konfliktbewältigung ist, ist strittig.

Die eine Ansicht argumentiert, dass die Aufklärung generell kein geeignetes Mittel zur Konfliktvermeidung sei⁴¹⁹, da das Wertpapierdienstleistungsunternehmen ansonsten vorschnell aus seiner gesetzlichen Pflicht, sich um die Vermeidung zu bemühen, entlassen wird.⁴²⁰ Nur bei unvermeidbaren Interessenkonflikten sei die Aufklärung geeignet, das Kundeninteresse zu wahren.⁴²¹

Die andere Ansicht vertritt die Auffassung, dass die Aufklärung durchaus geeignet sei, Interessenkonflikte zu vermeiden. Der Kunde könne selbst definieren, was seinem Interesse entspricht. Ist er bereit, nachdem er über bestimmte Manipulationsrisiken aufgeklärt wurde, diese hinzunehmen, weil er sich davon einen anderen Vorteil erhofft (beispielsweise eine geringere Vergütung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens), so läge kein Interessenkonflikt vor.⁴²²

Der zweiten Ansicht ist zuzustimmen, allerdings unter der Voraussetzung, dass ein Verzicht auf bestimmte Kundeninteressen nicht vorschnell angenommen wird⁴²³. Die Aufklärung darf deshalb nicht nur in Form eines allgemeinen Hinweises erfolgen⁴²⁴, sondern der Kunde muss konkret über den Konflikt informiert werden⁴²⁵. Nur so kann er den Grad der Gefährdung seiner Interessen erkennen. Denn nur eine konkrete Aufklärung versetzt den Kunden in die Lage, sein Interesse zu definieren und so einen Konflikt auszuschließen. Ist eine solche intensive Form der Aufklärung nicht möglich oder nicht praktikabel, so scheidet die Aufklärung als Methode zur Konfliktvermeidung bzw. -bewältigung aus.⁴²⁶

⁴¹⁹ Schäfer, in: Schäfer, § 31 WpHG, Rn. 17

⁴²⁰ Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 33

⁴²¹ Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 38

⁴²² Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 37

⁴²³ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 38

⁴²⁴ so jedoch Roth, in: Assmann/ Schütze, § 12 Rn. 82

⁴²⁵ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 38

⁴²⁶ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 39

(b) Pflicht zur Aufklärung

Eine Aufklärungspflicht aus Gründen der Interessenkonfliktvermeidung und Konfliktbewältigung besteht allerdings nur ausnahmsweise.

Zum einen überlässt § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG die Art und Weise der Konfliktvermeidungsbemühungen dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen, so dass eine Pflicht zur Aufklärung als Methode der Konfliktvermeidung von vornherein nur dann in Betracht kommt, wenn andere Methoden nicht zum Erfolg führen.⁴²⁷

Zum anderen scheidet eine Pflicht zur Aufklärung des Kunden in bestimmten Fällen aus, nämlich dann, wenn die Aufklärung gegen das Insiderverbot (§ 14 Abs. 1 Nr. 2, 3) verstoßen würde oder gegen das Berufsgeheimnis gegenüber anderen Kunden. Problematisch ist die Aufklärung des Kunden auch dann, wenn damit ein erheblicher Eingriff in die Sphäre des Wertpapierdienstleistungsunternehmens verbunden ist, also dessen Eigeninteressen betroffen sind.

Eine Aufklärungspflicht über Interessenkonflikte besteht aber nach herrschender Meinung dann, wenn das Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Interessen des Kunden nahezu zwangsläufig nicht wird entsprechen können.⁴²⁸

b) Organisation

Die Konfliktvermeidung durch Organisation ist in § 33 Abs. 1 Nr. 2 WpHG geregelt. Danach muss ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen so organisiert sein, dass bei der Erbringung der Wertpapierdienstleistung und Wertpapiernebendienstleistung Interessenkonflikte zwischen dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen und seinen Kunden oder Interessenkonflikte zwischen verschiedenen Kunden des Wertpapierdienstleistungsunternehmens möglichst gering sind. Dem kann beispielsweise durch die Schaffung von

⁴²⁷ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 40

⁴²⁸ Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 33 a.E.

Vertraulichkeitsbereichen (chinese walls) oder durch interne Kontrollverfahren (Compliance) nachgekommen werden.⁴²⁹

c) Priorität

Interessenkonflikte zwischen Kunden können häufig durch eine Abwicklung nach dem Prioritätsgrundsatz, also nach dem zeitlichen Eingang des jeweiligen Auftrags vermieden werden.⁴³⁰ Dieser zeitliche Vorrang gilt jedoch nur für solche früher erteilten Aufträge, die auch zuerst vertragskonform erledigt werden können. Ist der später eingegangene Auftrag im Unterschied zum früher eingegangenen Auftrag sofort erfüllbar, so hat dieser Vorrang.⁴³¹

Ob der Prioritätsgrundsatz auch zur Vermeidung von Interessenkonflikten zwischen dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen und seinem Kunden herangezogen werden soll, so dass Eigenhandel erst dann betrieben werden darf, wenn gleichlautende Kundenaufträge ausgeführt wurden, ist streitig. Teils wird dies so gefordert⁴³², teils als unzulässige Einschränkung der Geschäftschancen des Wertpapierdienstleistungsunternehmens angesehen⁴³³. Nachdem es bei der Konfliktvermeidung um das Ausschalten der Manipulationsgefahr im Voraus geht, und nicht darum, dass das Interesse des Kunden im konkreten Fall gewahrt wurde⁴³⁴, ist keine Betrachtung in der Weise zulässig, dass es darauf ankommt, ob der Eigenhandel dem Kunden im Nachhinein betrachtet zum Nachteil gereicht hat. Entscheiden ist, ob dem Kunden durch den Eigenhandel ein Nachteil entstehen kann.

⁴²⁹ hierzu eingehend *Koller*, in: Assmann/ Schneider, § 33 WpHG; *Schwark*, in: Schwark, § 33 WpGH

⁴³⁰ *Grundmann*, in: Ebenroth/ Boujong/ Joost, HGB, BankR VI, Rn. 208; *Koller*, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 49; *Kümpel*, WM 1993, 2025, 2027; *Roth*, in: Assmann/ Schütze, § 12 Rn. 90; *Schäfer*, in: Schäfer, § 31 WpHG, Rn. 23; *Schwark*, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 35

⁴³¹ *Koller*, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 49

⁴³² *Koller*, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 50

⁴³³ *Schäfer*, in: Schäfer, § 31 WpHG, Rn. 24

⁴³⁴ siehe oben Gliederungspunkt Kapitel 3, B.III.1.

d) Gleichbehandlung

Die Gleichbehandlung ist weniger eine Methode der Vermeidung von Interessenskonflikten, als der Lösung solcher.

Es gibt zwar keine allgemeine Pflicht zur Gleichbehandlung der Kunden des Wertpapierdienstleistungsunternehmens⁴³⁵, allerdings darf es einzelne Kunden bei der Erbringung der Wertpapierdienstleistung nicht ohne sachlichen Grund zu Lasten anderer Kunden bevorzugen.⁴³⁶

e) Abstandnahme

Als letztes Mittel, wenn eine Ausführung des Kundenauftrags wegen unvermeidbarer Interessenkonflikte unter Wahrung des Kundeninteresses nicht möglich ist, muss der Auftrag abgelehnt werden.⁴³⁷

3. Einzelfälle

Interessenkonflikte können zum einen zwischen dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen und seinem Kunden entstehen, zum anderen aber auch zwischen den jeweiligen Kunden des Wertpapierdienstleistungsunternehmens.

a) Interessenskonflikte zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Kunde

(a) Eigenhandel

⁴³⁵ Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 37; Schäfer, in: Schäfer, § 31 WpHG, Rn.

22

⁴³⁶ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, Absatz 1

⁴³⁷ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 51; a.A. Grundmann, in Ebenroth/ Boujong/ Joost, HGB, BankR VI, Rn. 213

Zwischen dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen und dem Kunden kann ein Interessenkonflikt dadurch entstehen, dass das Wertpapierdienstleistungsunternehmen selbst am Markt teilnimmt, also Eigenhandel betreibt. Als Eigenhändler ist das Wertpapierdienstleistungsunternehmen daran interessiert, seine Geschäfte zu möglichst günstigen Kursen abzuwickeln, also teuer zu verkaufen und billig zu kaufen. Andererseits hat auch der Kunde des Wertpapierdienstleistungsunternehmens ein Interesse an für ihn günstigen Kursen. Hier entsteht eine Manipulationsgefahr, denn das Wertpapierdienstleistungsunternehmen könnte seinen Eigenhandel so an den Kundenaufträgen ausrichten, dass es die für sich günstigeren Preise erhält, also beispielsweise zuerst im Eigenhandel kaufen und damit den Preis hinauftreiben, und dann erst den Kaufauftrag des Kunden ausführen, der nun zum höheren Preis abgeschlossen wird. Oder die Geschäftspolitik eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens kann darauf gerichtet sein, den eigenen Bestand an bestimmten Wertpapieren zu vergrößern, oder zu verringern. Hier besteht natürlich die Gefahr, dass das Wertpapierdienstleistungsunternehmen seinen Kunden Empfehlungen im Sinne dieser Geschäftspolitik gibt.

Zur Vermeidung dieser Interessenkonflikte eignen sich besonders organisatorische Maßnahmen, wie die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen⁴³⁸.

(b) Vergütung

Wertpapierdienstleistungsunternehmen haben ein Interesse, eine möglichst hohe Vergütung für ihre Tätigkeit zu erhalten. Der Kunde ist hingegen daran interessiert, die Vergütung möglichst gering zu halten. Zur Vermeidung von Interessenkonflikten darf das Wertpapierdienstleistungsunternehmen kein Vergütungssystem wählen, das den Mitarbeitern ungewöhnlich hohe Anreize gibt, nicht im Kundeninteresse gerechtfertigte Transaktionen vorzunehmen, wie beispielsweise besonders hohe Provisionszahlungen.

⁴³⁸ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.III.2.b)

(c) Bonifikationen

Soweit Bonifikationen, also Vergütungen Dritter an das Wertpapierdienstleistungsunternehmen betroffen sind, stellt sich die Frage, ob die Annahme solcher Bonifikationen im Lichte des § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG überhaupt erlaubt ist. Durch Bonifikationen könnte nämlich der Anreiz geschaffen werden, entgegen dem Kundeninteresse Wertpapiere zu empfehlen, um die Bonifikation zu erhalten. Ein solcher Interessenkonflikt kann auf zwei Arten vermieden werden:

Zum einen dadurch, dass Bonifikationen nur in einer Höhe angenommen werden, die sich in dem eingebürgerten Rahmen bewegt.⁴³⁹ Die Zahlung von Bonifikationen hat sich eingebürgert. Nachdem also für die meisten Wertpapiere Bonifikationen gezahlt werden, wird ein Interessenkonflikt vermieden, wenn sich alle Bonifikationen in demselben Rahmen bewegen, denn der Anreiz, ein Wertpapier entgegen dem Kundeninteresse zu empfehlen, um die Bonifikation zu bekommen, entfällt (nahezu vollständig), wenn für alle Wertpapiere annähernd gleich hohe Bonifikationen gezahlt werden. Die Konfliktvermeidungspflicht verlangt also nicht den vollen Verzicht auf Bonifikationen⁴⁴⁰, der herrschenden Meinung, dass Bonifikationen legitim sind, ist also insoweit zuzustimmen.

Zum anderen kann oben genannter Interessenkonflikt durch Aufklärung vermieden werden.⁴⁴¹ Allerdings ist hierzu eine umfassende Aufklärung des Kunden notwendig. Es ist nämlich nicht ausreichend, den Kunden nur über die Höhe der für das betreffende Wertpapier zu zahlenden Bonifikation zu informieren, sondern er muss auch darüber aufgeklärt werden, in welcher Höhe Bonifikationen für andere Wertpapiere gezahlt werden.⁴⁴² Nur dann, wenn dem Kunden auch ein Vergleich mit der Höhe der Bonifikationen für andere

⁴³⁹ vgl. *Schwark*, in: *Schwark*, § 31 WpHG, Rn. 27 a.E.

⁴⁴⁰ hierzu tendiert *Koller*, in: *Assmann/ Schneider*, § 31 WpHG, Rn. 74

⁴⁴¹ *Schäfer*, in: *Schäfer*, § 31 WpHG, Rn. 82; **a.A.** *Schwark*, in: *Schwark*, § 31 WpHG, Rn. 27 a.E.

⁴⁴² *Koller*, in: *Assmann/ Schneider*, § 31 WpHG, Rn. 74

Wertpapiere ermöglicht wird, ist er in der Lage, den Grad seiner Gefährdung zu erkennen und sein Interesse entsprechend zu definieren.

(d) Kurspflegeverpflichtung

Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann sich im Rahmen der sog. Kurspflege dazu verpflichtet haben, Kursschwankungen zu glätten⁴⁴³ und einen stabilen hohen Kurs⁴⁴⁴ sicherzustellen. Hierdurch treten Interessenkonflikte auf mit Kunden, die auf größere Kursschwankungen spekulieren, oder Kunden werden in ihren Erwartungen an einen stabilen hohen Kurs enttäuscht, sobald die Kurspflege beendet ist.

Die durch eine Kurspflegeverpflichtung auftretenden Interessenkonflikte lassen sich nicht vermeiden, denn eine allgemeine Aufklärung des Kunden ist nicht geeignet, ihm die notwendige Klarheit zu verschaffen, um sein Interesse entsprechend beurteilen zu können, und ein Verzicht auf jegliche Kurspflege ist nicht zumutbar.⁴⁴⁵ Eine gebotene Wahrung des Kundeninteresses verlangt jedoch folgendes: Kunden müssen hinreichend auf die Möglichkeit und die Folgen einer Kurspflege hingewiesen werden⁴⁴⁶, Kurstendenzen dürfen nicht verändert werden⁴⁴⁷ und die Kurspflege muss auf einen gewissen Zeitraum begrenzt bleiben.⁴⁴⁸

b) Kunde und Kunde

⁴⁴³ Möller, WM 2002, 309, 315

⁴⁴⁴ Schäfer, WM 1999, 1345

⁴⁴⁵ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 62; a.A. Schäfer, WM 1999, 1345, 1351, der die Aufklärung für ein geeignetes Mittel zur Konfliktvermeidung im Fall der Kurspflege hält

⁴⁴⁶ Schäfer, in: Schäfer, § 31 WpHG, Rn. 78; Roth, in: Assmann/ Schütze, § 12 Rn. 82

⁴⁴⁷ a.A. Schäfer, WM 1999, 1345, 1351

⁴⁴⁸ zu den Anforderungen, die sich aus § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG für die Kurspflege ergeben vgl. Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 62; zustimmend Lenzen, WM 2000, 1131, 1138

Auch zwischen den Kunden eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens kann es zu Interessenkonflikten kommen. Zum einen ergeben sich diese, wenn nicht alle Kundenaufträge zu denselben Konditionen ausgeführt werden können, oder der Vermögensverwalter ein in mehreren Depots enthaltenes Wertpapier nicht für alle Anleger zum selben Kurs verkaufen kann. Auch ein klassischer Konflikt entsteht, wenn ein Kunde einen take-over-bid für ein bestimmtes Wertpapier abgegeben hat und ein anderer Kunde dieses in seinem Bestand hält.⁴⁴⁹ Manipulationsgefahren drohen insbesondere dann, wenn Mitarbeiter des Wertpapierdienstleistungsunternehmens als Kunde auftreten.⁴⁵⁰ Solche Interessenkonflikte lassen sich beispielsweise durch den Prioritätsgrundsatz, oder das Gebot der Gleichbehandlung vermeiden bzw. bewältigen. Insbesondere gilt für die Behandlung von Geschäften mit Mitarbeitern und Geschäftsleitern:

Bei der Durchführung von Mitarbeitergeschäften werden Mitarbeiter nicht besser gestellt als die Kunden des Wertpapierdienstleistungsunternehmens.⁴⁵¹

Aufträge zu Mitarbeitergeschäften, d.h. auch Zeichnungen von Wertpapieremissionen, sind uhrzeitgerecht zu erfassen und vor der Ausführung über die zuständige konto-/depotführende Stelle zu leiten oder auf einem vergleichbaren, neutralen Wege zu erteilen. Ein vergleichbarer, neutraler Weg ist dann gegeben, wenn der Mitarbeiter keinen Einfluss auf die Disposition und Preisgestaltung nehmen kann (wie z.B. in der Regel bei einer Ordererteilung über das Internet). Insbesondere sind direkte Ordererteilungen, etwa unmittelbar beim Händler, nicht zulässig. Soweit die Auftragserfassung elektronisch erfolgen kann, sind Mitarbeitergeschäfte vor Ausführung mit allen relevanten Daten in das für die Auftragserfassung bestimmte EDV-System sofort einzugeben.⁴⁵²

Mitarbeitergeschäfte gegen den von dem Mitarbeiter selbst disponierten Bestand des Wertpapierdienstleistungsunternehmens oder gegen von ihm

⁴⁴⁹ Schäfer, in: Schäfer, § 31 WpHG, Rn. 15; Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 30

⁴⁵⁰ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 55 a.E.

⁴⁵¹ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.1 Absatz 1

⁴⁵² BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.1 Absatz 2

auszuführende Kundenaufträge sind nicht zulässig. Dies gilt nicht beim Kauf aus dem Bestand des Wertpapierdienstleistungsunternehmens zu den von dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen festgelegten Konditionen.⁴⁵³

Diese Regeln gelten auch für die Geschäftsinhaber eines einzelkaufmännisch betriebenen Wertpapierdienstleistungsunternehmens sowie die Personen, die nach Gesetz oder Gesellschaftsvertrag mit der Führung der Geschäfte des Wertpapierdienstleistungsunternehmens betraut und zu seiner Vertretung ermächtigt sind.⁴⁵⁴

4. Vergleich zur MIFID

a) Prioritätsgrundsatz

Die Pflicht, Kundenaufträge nach ihrem zeitlichen Eingang zu bearbeiten, die nach derzeitigem deutschen Recht aus § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG abgeleitet wird, ist in den Durchführungsmaßnahmen zur MIFID explizit genannt. Nach Art. 47 Abs. 1 DurchRiLiV sind Kundenaufträge grundsätzlich der Reihe nach auszuführen.⁴⁵⁵

Damit bringt die Neuregelung der MIFID auch in diesem Punkt zwar keine inhaltliche Änderung, allerdings trägt sie durch ihre ausdrückliche Regelung zur Rechtssicherheit bei.

b) Bonifikationen

In Bezug auf Bonifikationen wird im deutschen Recht aus § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG hergeleitet, dass Bonifikationen nur insoweit zulässig sind, wie sie sich der Höhe nach in einem üblichen Rahmen bewegen und der Kunde über ihre Höhe aufgeklärt wurde.⁴⁵⁶

⁴⁵³ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.1 Absatz 3

⁴⁵⁴ BaFin-Richtlinie, Teil B 3. Abschnitt, 3.1 Absatz 4

⁴⁵⁵ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.XII.2.

⁴⁵⁶ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.III.3.a) (c)

Die Durchführungsmaßnahmen zu Art. 19 Abs. 1 MIFID sehen in Bezug auf Bonifikationen eine ähnliche Regelung vor. Gem. Art. 26 DurchRiLiV sind Vergütungen Dritter bzw. an Dritte nur insoweit zulässig, als ihre Existenz, Art und Höhe/ Berechnungsmethode vor Erbringung der Dienstleistung dem Kunden offengelegt wird und ihre Zahlung zum einen die Qualität der Dienstleistung verbessert und zum anderen die Pflicht im bestmöglichen Kundeninteresse zu handeln nicht negativ beeinflusst.⁴⁵⁷

Damit bringt die Neuregelung durch ihre ausdrückliche Regelung bzgl. Bonifikationen Rechtssicherheit, was deren Zulässigkeit und Voraussetzungen betrifft. Die grundsätzliche Zulässigkeit von Bonifikationen entspricht der derzeitigen Handhabung im deutschen Recht, und auch die bereits im deutschen Recht angenommene Aufklärungspflicht wird durch die Neuregelung lediglich ausdrücklich als Zulässigkeitsvoraussetzung aufgenommen, ohne eine inhaltliche Änderung zu bringen. Die Zulässigkeitsvoraussetzung, dass Bonifikationen die Qualität der Dienstleistung verbessern müssen, sowie keinen nachteiligen Einfluss auf die Pflicht zur bestmöglichen Wahrung des Kundeninteresses haben dürfen, wird so im deutschen Recht derzeit nicht verlangt und geht über die allgemeinen Regeln der Interessenwahrungs- und Konfliktvermeidungspflicht etwas hinaus. Die Bonifikation darf nicht nur das Kundeninteresse nicht gefährden, sondern muss diesem sogar dienen, indem sie die Qualität der Dienstleistung verbessert. Die Neuregelung verbessert also den Anlegerschutz im Vergleich zur derzeitigen deutschen Rechtslage, indem sie zum einen Rechtssicherheit schafft durch die ausdrückliche Regelung der Aufklärungs- oder Offenlegungspflicht, und zum anderen die Zulässigkeit der Bonifikation an eine gesteigerte Qualität der Dienstleistung und den Ausschluss eines Nachteils für das Kundeninteresse knüpft.

IV. Die Erkundigungspflicht gem. § 31 Abs. 2 Nr. 1 WpHG

§ 31 Abs. 2 Nr. 1 WpHG:

⁴⁵⁷ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.II.2.

„Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist verpflichtet, von seinen Kunden Angaben über ihre Erfahrungen oder Kenntnisse in Geschäften, die Gegenstand von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen sein sollen, über ihre mit den Geschäften verfolgten Ziele und über ihr finanziellen Verhältnisse zu verlangen, soweit dies zur Wahrung der Interessen der Kunden und im Hinblick auf Art und Umfang der beabsichtigten Geschäfte erforderlich ist. Die Kunden sind nicht verpflichtet, dem Verlangen nach Angaben zu entsprechen.“

1. Allgemeines

Die Vorschrift des § 31 Abs. 2 Nr. 1 WpHG, die die sog. Erkundigungspflicht regelt, gilt der Umsetzung von Art. 11 Abs. 1 Spiegelstrich 4 der ISD.

Die Erkundigungspflicht steht in engem Zusammenhang mit der Informationspflicht des § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG, denn die sorgfältige Ermittlung der oben genannten Fakten stellt die Grundlage für eine anleger- und objektgerechte Aufklärung, wie sie die Informationspflicht verlangt, dar.⁴⁵⁸

Aus diesem Grund ist der Kunde darauf hinzuweisen, dass er das Wertpapierdienstleistungsunternehmen darüber informieren soll (nicht muss⁴⁵⁹), wenn in seinen den Angaben zugrundeliegenden Verhältnissen eine wesentliche Änderung eingetreten ist. Ist für das Wertpapierdienstleistungsunternehmen erkennbar, dass in den den Angaben zugrundeliegenden Verhältnissen des Kunden eine wesentlich Änderung eingetreten ist, so hat es den Kunden erneut zu befragen. Bei Derivaten und Optionsscheinen sind die Kundenangaben, soweit erforderlich, spätestens nach Ablauf von 3 Jahren erneut einzuholen.⁴⁶⁰

Es muss sichergestellt sein, dass die erhaltenen Angaben ausschließlich für die Zwecke der Aufklärung und ggf. Beratung des Kunden verwendet werden dürfen, es sei denn, der Kunde stimmt einer anderweitigen Verwendung zu.⁴⁶¹

⁴⁵⁸ *Schwark*, in: *Schwark*, § 31 WpHG, Rn. 39; *Lang*, Informationspflichten, § 9 Rn. 2; vgl. auch BaFin-Richtlinie, Teil B, Abschnitt 2, 2.1 Absatz 4 Satz 1

⁴⁵⁹ *Schwark*, in: *Schwark*, § 31 WpHG, Rn. 43 a.E.

⁴⁶⁰ BaFin-Richtlinie, Teil B, Abschnitt 2, 2.1 Absatz 4

⁴⁶¹ BaFin-Richtlinie, Teil B, Abschnitt 2, 2.1 Absatz 3 a.E.

Insbesondere die Verwendung der Angaben für Marketingzwecke bedarf der gesonderten Zustimmung des Kunden.⁴⁶²

2. Angaben über Kenntnisse und Erfahrungen

Zum einen hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen seine Kunden *über ihre Erfahrungen oder Kenntnisse in Geschäften, die Gegenstand von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebendienstleistungen sein sollen*, zu befragen.

Der Begriff „Kenntnisse“ meint das (theoretische) Wissen des Kunden, das dieser durch Ausbildung oder Selbststudium erworben hat.⁴⁶³ Dagegen bedeutet „Erfahrung“ praktisches Wissen, das der Kunde durch früheres Tätigwerden in diesem Bereich erlangt hat. Entsprechend ist der Kunde also darüber zu befragen, in welchen Anlageformen (z.B. Schuldverschreibungen, Aktien, Investmentanteilsscheine, Derivate) er über Wissen verfügt oder welche Anlageformen er in der Vergangenheit bereits selbst genutzt hat (Umfang und Häufigkeit der Geschäfte, Zeitraum u.a.).⁴⁶⁴

Auch wenn nach dem Wortlaut des Gesetzes nur eine alternative Erkundigungspflicht besteht, der Kunde also nach seinen Kenntnissen oder Erfahrungen zu fragen ist, so ist das Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach richtlinienkonformer Auslegung verpflichtet, sich nach Erfahrungen und Kenntnissen des Kunden zu erkundigen.⁴⁶⁵

Die Angaben des Kunden über seine Kenntnisse und Erfahrungen sollen es dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen ermöglichen, festzustellen, ob die weiteren Angaben des Kunden zu Anlageziel und Risikoneigung seinem Wissensstand entsprechen.⁴⁶⁶

3. Angaben über Anlageziele

⁴⁶² Helmschrott/ Waßmer, WM 1999, 1853, 1855

⁴⁶³ Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 44; Lang, Informationspflichten, § 9 Rn. 35

⁴⁶⁴ BaFin-Richtlinie, Teil B, Abschnitt 2, 2.1 Buchstabe b

⁴⁶⁵ Koller, in: Assmann / Schneider, § 31 WpHG, Rn. 83

⁴⁶⁶ Schäfer, in: Schäfer, § 31 WpHG, Rn. 58

Zum anderen hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen seine Kunden *über ihre mit den Geschäften verfolgten Ziele* zu befragen.

In diesem Zusammenhang sind sowohl die Motive des Kunden, wie z.B. Altersvorsorge, Ausbildungsvorsorge für Kinder oder größere Anschaffungen, und dementsprechend sein Interesse an lang- oder kurzfristigen Anlagen oder an einmaligen oder wiederkehrenden Ausschüttungen (Erträgen), als auch dessen Risikobereitschaft zu erforschen.⁴⁶⁷

4. Angaben über finanzielle Verhältnisse

Zuletzt ist das Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet, Angaben der Kunden *über ihre finanziellen Verhältnisse* zu fordern.

Damit soll das Unternehmen in die Lage versetzt werden, die Risikofähigkeit des Kunden zu beurteilen, also in welcher Größenordnung er finanzielle Verluste verkraften kann.⁴⁶⁸ Konkret hat es somit die aktuelle und zu erwartende Einkommens- und Vermögenssituation des Kunden zu erfragen.⁴⁶⁹

Hinsichtlich des Umfangs der Fragen hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu berücksichtigen, ob die beabsichtigten Geschäfte aus eigenen Mitteln bezahlt werden und welche Verlust-, Nachschuss- oder andere Risiken bei diesen Geschäften bestehen. Bei Kunden, die vorhandenes Geld in Wertpapieren mit besonderer Bonität des Emittenten, wie beispielsweise Wertpapiere des Bundes, der Sondervermögen des Bundes, der Bundesländer, sowie in vergleichbaren Papieren der Staaten des Europäischen Wirtschaftsraumes anlegen, sind Angaben zu den finanziellen Verhältnissen grundsätzlich nicht erforderlich.⁴⁷⁰

⁴⁶⁷ Balzer, WM 2000, 441,445; Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 45; Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 84; vgl. auch BaFin-Richtlinie, Teil B, Abschnitt 2, 2.1 Buchstabe a

⁴⁶⁸ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 85

⁴⁶⁹ Lang, Informationspflichten, § 9 Rn. 39

⁴⁷⁰ BaFin-Richtlinie, Teil B, Abschnitt 2, 2.1 Buchstabe c Absatz 2

5. Erforderlichkeitsgrundsatz

Die Erkundigungspflicht besteht nur, *soweit dies zur Wahrung der Interessen der Kunden und im Hinblick auf Art und Umfang der beabsichtigten Geschäfte erforderlich ist.*

Der genaue Umfang der Erkundigungspflicht ist also je nach Einzelfall unterschiedlich. Er richtet sich nach dem Interesse des Kunden und nach Art und Umfang der beabsichtigten Geschäftsarten.

Bei der Beurteilung, ob Angaben des Kunden zur Wahrung seiner Interessen erforderlich sind, kann berücksichtigt werden, ob der Kunde einem anderen eingeschalteten Wertpapierdienstleistungsunternehmen, beispielsweise einem Finanzportfolioverwalter, die erforderlichen Angaben bereits erteilt hat. Ist dies der Fall, sind vom Kunden jedoch ggf. gesondert Angaben einzuholen, die für die ihm gegenüber zu erbringende Wertpapierdienstleistung erforderlich sind. Die Angaben sind auch entbehrlich, weil nicht erforderlich, soweit das Wertpapierdienstleistungsunternehmen bereits hinreichend über die Verhältnisse des Kunden unterrichtet ist.⁴⁷¹ Ein weiteres Beispiel, in dem die Kundenangaben nicht erforderlich sind, ist der Fall, dass der Kunde wegen seiner Professionalität nicht schutzbedürftig ist.⁴⁷² In diesen Fällen ist eine Aufklärung des Kunden nicht geboten, weshalb auch die vorangehende Erkundigungspflicht sinnlos ist, da diese ja gerade der späteren Aufklärung als Grundlage dienen soll.⁴⁷³

Sind einzelne Angaben im Hinblick auf die beabsichtigten Geschäftsarten im Sinne dieser Richtlinie nicht erforderlich, sondern werden sie nur zur Vereinfachung im Rahmen der Gesamtgeschäftsbeziehung eingeholt, so ist der Kunde darauf vorher hinzuweisen.⁴⁷⁴

⁴⁷¹ BaFin-Richtlinie, Teil B, Abschnitt 2, 2.1 Absatz 3

⁴⁷² Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 88

⁴⁷³ Balzer, WM 2000, 441, 445

⁴⁷⁴ BaFin-Richtlinie, Teil B, Abschnitt 2, 2.1 Absatz 3

6. Freiwilligkeit der Angaben

Die Erteilung der Angaben erfolgt auf freiwilliger Basis, denn *die Kunden sind nicht verpflichtet, dem Verlangen nach Angaben zu entsprechen*.

Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen hat dem Kunden aber deutlich zu machen, dass die Erteilung der Angaben in seinem Interesse liegt.⁴⁷⁵

Es hat sich ernsthaft um die Erlangung der erforderlichen Kundenangaben zu bemühen. Die Möglichkeit keine Angaben zu machen, darf nicht als Bestandteil eines Fragebogens vorgesehen werden.⁴⁷⁶ Es besteht aber keine Nachforschungspflicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens, so dass es gehalten wäre, andere Erkenntnisquellen auszuwerten, um die notwendigen Angaben zu erhalten.⁴⁷⁷ Grundsätzlich darf es sich auf die Richtigkeit der Kundenangaben verlassen⁴⁷⁸, nur erkennbar falsche Angaben darf es nicht als wahr unterstellen.⁴⁷⁹

Macht ein Kunde von seinem Recht Gebrauch, keine Angaben zu machen, muss das Wertpapierdienstleistungsunternehmen dies dokumentieren. Hat der Kunde die notwendigen Angaben nicht erteilt, kann ein bestimmter Auftrag des Kunden ausgeführt werden, wenn sichergestellt ist, dass dem Kunden vor Annahme des Auftrags eine Aufklärung über Eigenschaften und Risiken der Anlageformen angeboten worden ist.⁴⁸⁰ Auch bei einer Weigerung des Kunden bleibt das Wertpapierdienstleistungsunternehmen also weiterhin zur Aufklärung und Interessenwahrung verpflichtet.⁴⁸¹

⁴⁷⁵ BaFin-Richtlinie, Teil B, Abschnitt 2, 2.1 Absatz 3 Satz 1

⁴⁷⁶ BaFin-Richtlinie, Teil B, Abschnitt 2, 2.4

⁴⁷⁷ Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 40; Roth, in: Assmann/ Schütze, § 12 Rn. 25

⁴⁷⁸ Raeschke-Kessler, WM 1996, 1764, 1768

⁴⁷⁹ Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 40

⁴⁸⁰ BaFin-Richtlinie, Teil B, Abschnitt 2, 2.4

⁴⁸¹ Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 48; Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 92a

7. Vergleich zur MIFID

Die MIFID kennt zwei unterschiedliche Erkundigungspflichten, zum einen die Erkundigungspflicht des Art. 19 Abs. 4 MIFID, zum anderen die des Art. 19 Abs. 5 MIFID.

Die Erkundigungspflicht des Art. 19 Abs. 4 MIFID, die bei Anlageberatung und Portfolio-Management besteht, bezieht sich auf die notwendigen Informationen über die Kenntnisse und Erfahrungen des (potentiellen) Kunden im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Produkttyp oder den speziellen Typ der Dienstleistung, seine finanziellen Verhältnisse und seine Anlageziele.⁴⁸²

Die Erkundigungspflicht des Art. 19 Abs. 5 MIFID dagegen, die bei allen sonstigen Wertpapierdienstleistungen greift, umfasst nur Angaben der (potentiellen) Kunden zu ihren Kenntnissen und Erfahrungen im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Typ der angebotenen oder angeforderten Produkte oder Dienstleistungen.⁴⁸³

Für das deutsche Recht bedeutet dies eine Änderung dahingehend, dass die Erkundigungspflicht des § 31 Abs. 2 Nr. 1 WpHG in ihrer derzeitigen Form nur noch für Anlageberatung und Portfolio-Management gelten darf. Bei allen anderen Wertpapierdienstleistungen ist die Erkundigungspflicht entsprechend Art. 19 Abs. 5 MIFID einzuschränken.

Was die einzelnen Informationen betrifft, nach denen sich das Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu erkundigen hat, so besteht der wesentliche Unterschied darin, dass über die Durchführungsmaßnahmen dann gesetzlich festgelegt ist, was unter den Begriffen Kenntnisse und Erfahrungen⁴⁸⁴, finanzielle Verhältnisse⁴⁸⁵ und Anlageziele⁴⁸⁶ zu verstehen ist. Eine inhaltliche Änderung ist hiermit nicht verbunden, die

⁴⁸² siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.V.2.

⁴⁸³ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.VI.1.

⁴⁸⁴ vgl. Art. 38 Abs. 1 DurchRiLiV; siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.V.2.c)

⁴⁸⁵ vgl. Art. 36 Abs. 3 DurchRiLiV; siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.V.2.a)

⁴⁸⁶ vgl. Art. 36 Abs. 4 DurchRiLiV; siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.V.2.b)

Durchführungsmaßnahmen entsprechen der derzeitigen Auslegung dieser Begriffe im deutschen Recht⁴⁸⁷.

Soweit die Erkundigungspflicht des § 31 Abs. 2 Nr. 1 WpHG derzeit durch den Erforderlichkeitsgrundsatz eingeschränkt ist, kann diese Einschränkung zukünftig nur bei Anlageberatung und Portfolio-Management bestehen bleiben. Gem. Art. 19 Abs. 4 MIFID besteht die Erkundigungspflicht nur bezüglich der notwendigen Informationen.⁴⁸⁸ Dies entspricht inhaltlich dem Erforderlichkeitsgrundsatz⁴⁸⁹. Allerdings gilt dies nicht für die Erkundigungspflicht des Art. 19 Abs. 5 MIFID. Diese kennt keine solche Einschränkung.

Eine weitere Änderung der Erkundigungspflicht des § 31 Abs. 2 Nr. 1 WpHG betrifft den Fall, dass der Kunde Angaben verweigert oder die Angaben des Kunden unzureichend sind. Derzeit kann das Wertpapierdienstleistungsunternehmen in einem solchen Fall seine Dienstleistung trotzdem erbringen, es besteht keine Nachforschungspflicht.⁴⁹⁰ Zukünftig wird dies nur noch bei sonstigen Dienstleistungen gelten können, vorausgesetzt der Kunde wird gewarnt.⁴⁹¹ Bei Anlageberatung und Portfolio-Verwaltung dagegen darf das Wertpapierdienstleistungsunternehmen ohne ausreichende Informationen die Dienstleistung nicht erbringen.⁴⁹² Dass das Wertpapierdienstleistungsunternehmen sich auf Angaben des Kunden verlassen darf, soweit diese nicht eindeutig falsch oder unvollständig sind, wird weiterhin gelten.⁴⁹³

V. Die Informationspflicht des § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG

§ 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG:

⁴⁸⁷ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.IV.2., 3. und 4.

⁴⁸⁸ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.V.2.d)

⁴⁸⁹ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.IV.5.

⁴⁹⁰ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.IV.6. (a.E.)

⁴⁹¹ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.VI.4.

⁴⁹² siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.V.2.d)

⁴⁹³ vgl. zur MIFID: Art. 38 Abs. 3 DurchRiLiV, Gliederungspunkt Kapitel 2, C.V.2.d); zum WpHG: Gliederungspunkt Kapitel 3, B.IV.6.

„Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist verpflichtet, seinen Kunden alle zweckdienlichen Informationen mitzuteilen, soweit dies zur Wahrung der Interessen der Kunden und im Hinblick auf Art und Umfang der beabsichtigten Geschäfte erforderlich ist.“

1. Unterscheidung von Beratungs- und Informationspflicht

Die Informationspflicht des § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG ist nach inzwischen wohl vorherrschender Auffassung eine reine Aufklärungspflicht⁴⁹⁴ und beinhaltet keine Beratungspflicht.⁴⁹⁵

Die Aufklärung beschränkt sich auf die bloße Mitteilung von Tatsachen, „bei der Anlageberatung (dagegen) übermittelt die Bank dem Kunden nicht lediglich die für dessen eigene Entscheidung erforderlichen Informationen, sondern bewertet das Anlageprodukt und seine Aussichten für die Zukunft, teilt dem Kunden mit, wie der Berater bzw. die Bank selbst entscheiden würde, und spricht gegebenenfalls unter Berücksichtigung der persönlichen Verhältnisse des Kunden eine Anlageempfehlung aus“⁴⁹⁶.

Für die herrschende Auffassung spricht, dass der Wortlaut sowohl des § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG, wie auch Art. 11 Abs. 1 5. Spiegelstrich der Richtlinie 1993/22/EWG, nur von „Information“ sprechen, nicht von „Beratung“ oder „Empfehlung“. Auch die Zielsetzung der Wohlverhaltensregeln, nämlich dem Kunden eine eigenverantwortliche Entscheidung zu ermöglichen, erfordert lediglich eine Informationspflicht, nicht auch eine Beratungspflicht. Des

⁴⁹⁴ Balzer, WM 2001, 1533 f.; Döhmel, in: Vortmann, § 4 Rn. 58; Horn, WM 1999, 1, 4; Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 96; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 16.542; Lang, Informationspflichten, § 10 Rn. 8; Möllers/ Ganten, ZGR 1998, 773, 785 ff.; Schäfer, in: Schäfer, § 31 WpHG, Rn. 64; Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 55; Schwennicke, WM 1998, 1101, 1103; Siller, EWiR 1998, 473, 474; Titz, WM 1998, 2179, 2182; von Rottenburg, WM 1997, 2381, 2393

⁴⁹⁵ A.A. Cahn, ZHR 162 (1998), 35 ff.; Gaßner/ Escher, WM 1997, 93, 98; Möllers, ZGR 1997, 334, 364; Reich, WM 1997, 1601, 1607

⁴⁹⁶ Schwennicke, WM 1998, 1101, 1102 f.

Weiteren trennt auch das Gesetz die Begriffe „Information“ und „Empfehlung“, siehe § 32 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpHG.

2. Zweckdienliche Informationen

§ 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG verpflichtet das Wertpapierdienstleistungsunternehmen, dem Kunden alle *zweckdienlichen Informationen* mitzuteilen.

Der Begriff der zweckdienlichen Informationen lässt sich in drei Kategorien einteilen⁴⁹⁷, erstens die allgemeinen Informationen, zweitens die instrumentbezogenen Informationen und drittens die objektbezogenen Informationen.

a) Allgemeine Anforderungen an Informationen

Die Aufklärung des Kunden muss zutreffend, vollständig, unmissverständlich, gedanklich geordnet und in geeigneter Weise gestaltet sein.⁴⁹⁸

Eine Information ist zutreffend, also wahr, „wenn sie auf Grund sorgfältiger Ermittlung dem Kenntnisstand des Unternehmens im Zeitpunkt ihrer Erteilung entspricht. Das Unternehmen ist zur Auswertung allgemein zur Verfügung stehender Informationsquellen⁴⁹⁹ und, wenn es diese nicht oder nur in unzureichendem Maße gibt, zur Informationsbeschaffung verpflichtet.“⁵⁰⁰ Ebenso Teil der Wahrheitspflicht ist, dass der Mitarbeiter des Unternehmens den Kunden auf evt. vorhandene Informationsdefizite aufmerksam macht.⁵⁰¹

Vollständig ist die Information, „wenn sie alle für die konkrete Anlageentscheidung wesentlichen Angaben umfasst“.⁵⁰²

⁴⁹⁷ vgl. hierzu Möllers/ Ganten, ZGR 1998, 773, 785 f.

⁴⁹⁸ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.2 Absatz 3 Satz 1; BGH ZIP 1996, 1161, 1162; BGH ZIP 1996, 2064, 2065

⁴⁹⁹ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 99; OLG Braunschweig ZIP 1996, 1242, 1243; OLG Frankfurt ZIP 1997, 1372, 1373

⁵⁰⁰ Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 57

⁵⁰¹ Roth, in: Assmann/ Schütze, § 12 Rn. 48

⁵⁰² Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 58; Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 104; Bericht des BT-Finanzausschusses, BT-Drs. 12/7918, S. 103

Verständlich ist die Information, wenn sie in ihrer Bedeutung und Tragweite vom Kunden leicht zu erfassen ist.⁵⁰³ Dabei ist zu berücksichtigen, dass einzelne Kunden unterschiedliche Auffassungsgabe und unterschiedliches Basiswissen mitbringen.

b) Allgemeine Informationen

Zu den allgemeinen Informationen, die das Wertpapierdienstleistungsunternehmen dem Kunden zu erteilen hat, gehören Informationen über das Unternehmen, sowie über Kosten, Sicherheitsleistungen und Nutzungsbedingungen.

So hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen dem Kunden auf Nachfrage Angaben zu Art und Umfang der angebotenen Wertpapierdienstleistungen, insbesondere zu seinem Produktangebot zu machen.⁵⁰⁴

Bei mehrstufigen Vermittlungsverhältnissen ist der Kunde über das Bestehen eines Untervermittlungsverhältnisses aufzuklären.⁵⁰⁵

Außerdem muss das Wertpapierdienstleistungsunternehmen dem Kunden vor Erbringung der Wertpapierdienstleistung in geeigneter Weise ermöglichen, Informationen über Berechnung, Höhe und Art der Kosten, ggf. zu erbringende Sicherheitsleistungen („margin“) und etwaige andere Zahlungspflichten – wie Kosten für Konto- bzw. Depotauszüge – zur Kenntnis zu nehmen, und diese auf Nachfrage erläutern. Auf Mindestentgelte ist besonders hinzuweisen.⁵⁰⁶

Zudem muss das Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Kunden darauf hinweisen, unter welchen Bedingungen die Benutzung von Hilfsmitteln und ggf. von Handelsräumlichkeiten aufgenommen, fortgeführt oder beendet werden kann und welche Kosten dem Kunden dabei jeweils entstehen.⁵⁰⁷

Vereinbart das Wertpapierdienstleistungsunternehmen mit anderen eingeschalteten Unternehmen die teilweise Rückzahlung von dem Kunden als

⁵⁰³ *Lang*, Informationspflichten, § 10 Rn. 36; *Schwark*, in: *Schwark*, § 31 WpHG, Rn. 61; *Koller*, in: *Assmann/ Schneider*, § 31 WpHG, Rn. 115

⁵⁰⁴ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 1, 1.1 Absatz 1

⁵⁰⁵ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 1, 1.1 Absatz 2

⁵⁰⁶ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 1, 1.2 Absatz 1

⁵⁰⁷ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 1, 1.2 Absatz 2

Aufwendungsersatz in Rechnung gestellten fremden Kosten an sich („Kick-back-Vereinbarungen“), so hat es den Kunden hierüber aufzuklären. Auf vereinbarte Geldzahlungen oder andere geldwerte Vorteile (z.B. Research-Ergebnisse etc.), die das Wertpapierdienstleistungsunternehmen etwa im Rahmen seiner Vermittlungstätigkeit, mittelbar oder unmittelbar erhält und die wirtschaftlich im Zusammenhang mit Kundengeschäften stehen, hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Kunden zumindest in allgemeiner Form hinzuweisen und diese auf Nachfrage zu erläutern. Die Aufklärung bezieht sich im Rahmen des Kommissionsgeschäfts auch auf die kommissionsrechtliche Verpflichtung zur Herausgabe dieser Beträge.⁵⁰⁸

c) Instrumentbezogene Informationen

(a) Allgemeines

Zu den zweckdienlichen Informationen gehören auch die instrumentbezogenen Informationen, also die Informationen über die verschiedenen Anlageformen.⁵⁰⁹

Neben den Eigenschaften und Risiken der Anlageformen⁵¹⁰, über die der Kunde zu unterrichten ist, ist er auch auf andere erhebliche Umstände hinzuweisen, wie z.B. die Möglichkeit der Limitierung von Aufträgen, insbesondere bei Märkten mit geringer Liquidität, und Mindestordergrößen.⁵¹¹

Ebenso ist ihm mitzuteilen, dass er das Recht hat, Weisungen für die Ausführung, insbesondere hinsichtlich der Bestimmung des Börsenplatzes, zu erteilen. Auf Nachfrage des Kunden und soweit es ihm bekannt ist, muss das Wertpapierdienstleistungsunternehmen dem Kunden mitteilen, an welchen Börsen oder Märkten sein Auftrag ausgeführt werden soll und welche Vermittler, Händler, Market-Maker, Makler, Depotbanken oder Clearing-

⁵⁰⁸ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 1, 1.2 Absatz 3

⁵⁰⁹ Die instrumentbezogenen Informationen können auch als gattungsbezogene oder anlageformbezogene Informationen bezeichnet werden. Vgl. *Möllers/ Ganten*, ZGR 1998, 773, 786, Fn. 72.

⁵¹⁰ siehe hierzu im einzelnen Gliederungspunkte (b) bis (g)

⁵¹¹ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.2 Absatz 1

Organisationen an der Ausführung beteiligt sind. Der Kunde ist außerdem darüber aufzuklären, soweit bei bestimmten Beteiligten oder im Hinblick auf bestimmte Märkte besondere Risiken, insbesondere Ausfall- und Abwicklungsrisiken, vorliegen. Dies gilt insbesondere bei grenzüberschreitenden Wertpapierdienstleistungen.⁵¹²

Wird der Kunde, basierend auf den gem. § 31 Abs. 2 Nr. 1 WpHG erhaltenen Angaben, in Risikokategorien eingestuft und wird ihm diese Einstufung mitgeteilt, so ist sie bei der Ausführung von Kundenaufträgen vom Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu beachten. Dem Kunden sind die Kriterien der Einstufung offen zu legen.⁵¹³ Wünscht er nach Rücksprache die Ausführung eines bestimmten Auftrags, der nicht in der ihm mitgeteilten Risikokategorie liegt, kann der Auftrag dennoch ausgeführt werden, wenn sichergestellt ist, dass der Kunde die erforderliche Aufklärung vor der Ausführung des Auftrags erhalten hat. Gleiches gilt, wenn die Ausführung im Wege des Eigenhandels für andere erfolgt.⁵¹⁴

(b) Aufklärung zu Schuldverschreibungen

Die Aufklärung betreffend Schuldverschreibungen sollte insbesondere Risikohinweise über den Ertrag, das Bonitätsrisiko, ggf. das Länderrisiko, das Kurs- und Zinsrisiko, das Liquiditätsrisiko, das Währungsrisiko sowie das Kündigungs- und Auslosungsrisiko enthalten.⁵¹⁵

(c) Aufklärung zu Aktien

Risikohinweise zu Aktien sollen insbesondere Informationen über den Ertrag (Dividende), das Kursrisiko, das Bonitätsrisiko, das Liquiditätsrisiko, das Konjunkturrisiko und das Währungsrisiko enthalten. Risikohinweise zu Aktien, die nicht an einer in- oder ausländischen Börse gehandelt werden (z.B. U.S.-

⁵¹² BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.2 Absatz 2

⁵¹³ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.2 Absatz 4

⁵¹⁴ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.2 Absatz 5

⁵¹⁵ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.2.1

amerikanische „penny stocks“), sollen Informationen über den Markt (insbesondere die Marktliquidität) und das besondere Verlustrisiko der Anlageform sowie die Herkunft der Kursangaben, den Unterschied zwischen Geld- und Briefkurs („spread“) und die Entgelte der an der Ausführung beteiligten Wertpapierdienstleistungsunternehmen enthalten.⁵¹⁶

(d) Aufklärung zu Investmentanteilsscheinen

Die Aufklärung zu Investmentanteilscheinen sollte Informationen über die Zusammensetzung des Fondsvermögens, die Anlagestrategie, die Verwendung der Erträge, die Ausgabekosten (Ausgabeaufschlag u.a.), das Kursrisiko und das Bewertungsverfahren enthalten.⁵¹⁷

(e) Aufklärung zu Derivaten und Optionsscheinen

In Bezug auf Derivate müssen dem Kunden insbesondere Informationen über den Basiswert, die wirtschaftlichen Zusammenhänge und Funktionsweise⁵¹⁸ der Produkte (insbesondere die Bedeutung der Laufzeit für das Aufgeld, der Ausübungsart, des Hebeleffektes, der Liquidität und Volatilität des Marktes und ggf. des Stillhalterisikos), den Ertrag, das Kursrisiko, das Währungsrisiko und das Bonitätsrisiko erteilt werden.⁵¹⁹

Für den Fall, dass für die beabsichtigten Geschäfte die Hinterlegung von Sicherheiten („margin“) verlangt wird, ist der Kunde hierüber schriftlich zu unterrichten, ebenso auf Nachfrage über die Modalitäten der Berechnung der Sicherheitsleistung. Dabei muss offengelegt werden, welcher Beteiligte die Sicherheit verlangt, in welcher Form die Sicherheitsleistung erfolgen kann (z.B. in Geld, Wertpapieren) und ob das Wertpapierdienstleistungsunternehmen dem Kunden gegenüber höhere Sicherheiten verlangt als die

⁵¹⁶ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.2.2

⁵¹⁷ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.2.3; *Horn*, WM 1999, 1, 6; *Koller*, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 106a

⁵¹⁸ *Tilp*, EWiR 1997, 839, 840

⁵¹⁹ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.2.4 Absatz 1

Börse. Der Kunde muss auch über seine Pflicht informiert werden, ggf. zusätzliche Sicherheiten (Nachschüsse) zu leisten. Darüber hinaus ist ggf. auf die Möglichkeit der Durchreichung der Sicherheiten an die betreffende Börse oder Clearing-Organisation hinzuweisen.⁵²⁰

Der Kunde ist weiter darüber aufzuklären, unter welchen Voraussetzungen das Wertpapierdienstleistungsunternehmen das Recht hat, die Positionen des Kunden glattzustellen bzw. zu liquidieren. Dabei muss er insbesondere darauf hingewiesen werden, in welchen Abständen die Einhaltung der Sicherheitsanforderungen vom Wertpapierdienstleistungsunternehmen überprüft wird und welche Frist zur Erfüllung der Nachschusspflicht dem Kunden vor der Liquidierung seiner Position eingeräumt wird.⁵²¹

Ferner muss das Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Kunden darüber unterrichten, in welcher Weise die geleisteten Sicherheiten verwaltet werden und ob der Kunde bei entsprechender Marktlage ggf. überschüssige Sicherheiten abziehen darf.⁵²²

(f) Aufklärung zu sonstigen Anlageformen

Die Aufklärung zu sonstigen Anlageformen, wie beispielsweise strukturierten Finanzprodukten (Aktienanleihen o.ä.), soll insbesondere Informationen über die Funktionsweise und die durch die Struktur dieser Anlageformen bedingten Risiken enthalten.⁵²³

(g) Aufklärung zu taggleichen Geschäften in demselben Wertpapier, Geldmarktinstrument oder Derivat

⁵²⁰ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.2.4 Absatz 2; *Ekkenga*, in: Münchener Kommentar HGB, Band V, Effktengeschäft, Rn. 214; *Koller*, in: Assmann/Schneider, § 31 WpHG, Rn. 106b

⁵²¹ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.2.4 Absatz 3; *Ekkenga*, in: Münchener Kommentar HGB, Band V, Effktengeschäft, Rn. 213; *Koller*, in: Assmann/Schneider, § 31 WpHG, Rn. 106b

⁵²² BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.2.4 Absatz 4; *Koller*, in: Assmann/Schneider, § 31 WpHG, Rn. 106b a.E.

⁵²³ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.2.5

Ermöglicht ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen dem Kunden sog. Day-Trading, also den taggleichen Kauf und Verkauf desselben Wertpapiers, Geldmarktinstruments oder Derivats, muss es den Kunden spätestens vor Auftragsannahme über die besonderen Risiken des Day-Trading aufklären. Insbesondere muss das Wertpapierdienstleistungsunternehmen darüber aufklären, dass:

- „Day-Trading“ zu sofortigen Verlusten beim Kunden führen kann,
- der Kunde unter Umständen sein gesamtes Kapital verliert,
- der Kunde weiteres Kapital beschaffen muss, falls er Termingeschäfte betreibt, die Verluste bewirken, die über seine hinterlegte Sicherheitsleistung hinaus gehen,
- der Kunde im Fall kreditfinanzierter „Day-Trading“-Geschäfte grundsätzlich verpflichtet ist, den Kredit unabhängig von deren Erfolg zurückzuzahlen,
- der Kunde beim Versuch, durch „Day-Trading“ Gewinne zu erzielen, mit professionellen und finanzstarken Marktteilnehmern konkurriert,
- „Day-Trading“ vertiefte Kenntnisse des Kunden in Bezug auf Wertpapiermärkte, Wertpapierhandelstechniken, Wertpapierhandelsstrategien und derivative Finanzinstrumente voraussetzt,
- die räumliche Nähe zu anderen Anlegern in Handelsräumen das eigene Verhalten beeinflussen kann.⁵²⁴

d) Objektbezogene Informationen

Objektbezogene Informationen sind kursrelevante Daten eines bestimmten Anlageobjektes.⁵²⁵ Hierzu gehören beispielsweise gesicherte Tatsachen wie die kürzlich veröffentlichte Bilanz eines Unternehmens, Charts oder Ad-hoc-Mitteilungen⁵²⁶, aber auch Ratings⁵²⁷ oder relevante Gerüchte und Presseinformationen^{528 529}.

⁵²⁴ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.2.6

⁵²⁵ Möllers/ Ganten, ZGR 1998, 773, 786; Drygala, ZHR 159 (1995), 686, 721 f.

⁵²⁶ Möllers/ Ganten, ZGR 1998, 773, 786

Soweit also die BaFin-Richtlinie nur instrumentbezogene und keine objektbezogene Information verlangt⁵³⁰, greift sie zu kurz.⁵³¹ Dass auch objektbezogene Informationen unter den Begriff der zweckdienlichen Informationen fallen, ergibt sich aus folgenden Gesichtspunkten:

So ging der Wille des Gesetzgebers dahin, sowohl die allgemeinen also auch die speziell mit der Anlage verbundenen Risiken zu erfassen.⁵³²

Aber auch teleologische Gesichtspunkte sprechen für eine Pflicht zur objektbezogenen Information. Der Kunde soll durch die Informationen in die Lage versetzt werden, eine eigene Anlageentscheidung zu treffen. Hierzu dienen ihm die allgemeinen und instrumentbezogenen Informationen als Basiswissen. Darüber hinaus ist es für ihn aber ebenso wichtig, Informationen über die Aktie zu erhalten, die er in Betracht gezogen hat, denn ohne solche Informationen wie Rating etc, nur mit Informationen über Aktien allgemein, kann er keine fundierte Anlageentscheidung treffen.⁵³³

e) Zeitpunkt und Form der Informationserteilung

Soweit die allgemeinen Informationen nicht schon bei Begründung der Geschäftsbeziehung erteilt wurden, können sie spätestens vor Erbringung einer

⁵²⁷ BGH WM 1993, 1455, 1457; OLG Nürnberg ZIP 2002, 611, 612 f.; OLG Schleswig WM 1996, 1487, 1488; *Arendts*, DStR 1997, 1649, 1652; *Raeschke-Kessler*, WM 1993, 1830, 1835

⁵²⁸ BGH WM 1993, 1455, 1457; OLG Düsseldorf WM 1996, 1082 ff.; *Arendts*, DStR 1997, 1649, 1651; *Raeschke-Kessler*, WM 1993, 1830, 1835

⁵²⁹ *Koller*, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 106 a.E.

⁵³⁰ Gem. BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, Absatz 1 Satz 1, muss das Wertpapierdienstleistungsunternehmen alle zweckdienlichen Informationen über die beabsichtigten Geschäftsarten mitteilen.

⁵³¹ *Koller*, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 104; *Möllers/ Ganten*, ZGR 1998, 773, 785 a.E.

⁵³² Finanzausschuss, BT-Drs. 12/7981, S. 103

⁵³³ *Möllers/ Ganten*, ZGR 1998, 773, 787

Wertpapierdienstleistung erfolgen. Auf Änderungen in der Preisgestaltung ist der Kunde in geeigneter Weise hinzuweisen.⁵³⁴

Was den Zeitpunkt der instrument- und objektbezogenen Information anbelangt, so hat diese spätestens vor der Erteilung des Kundenauftrags zu erfolgen.⁵³⁵ Eine Ausnahme ist jedoch vorgesehen für den Fall, dass der Kunde nicht zu erreichen ist und die unverzügliche Ausführung des Auftrags erkennbar in seinem Interesse liegt. In einem solchen Fall reicht es aus, wenn die mit einer Aufklärung verbundenen zweckdienlichen Informationen unverzüglich nach der Ausführung dem Kunden mitgeteilt werden.⁵³⁶ Die Aufklärung hat nicht vor jedem Kundenauftrag erneut zu erfolgen, wenn der Kunde bereits aufgeklärt wurde, sie ist aber dann zu wiederholen, wenn dies, etwa wegen geringer Geschäftstätigkeit des Kunden, angezeigt ist⁵³⁷.

In welcher Form die Aufklärung des Kunden erfolgt, ist dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen freigestellt. Das Gesetz trifft hier keine Regelung. Somit kann die Aufklärung mündlich erfolgen, solange nicht die Komplexität und die immanenten Risiken einer Anlage eine schriftliche Aufklärung erfordern.⁵³⁸ Auch die Verwendung standardisierter Informationsbroschüren ist möglich.⁵³⁹

3. Erforderlichkeitsgrundsatz

Auch die Informationspflicht des § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG steht, wie die Erkundigungspflicht, unter dem Vorbehalt der Erforderlichkeit.

Inwieweit Aufklärung erforderlich ist, hängt zum einen von Art und Umfang der beabsichtigten Geschäfte ab, zum anderen von den bereits vorhandenen Kenntnissen und Erfahrungen, also der Professionalität des Kunden.

⁵³⁴ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 1, 1.2 Absatz 4

⁵³⁵ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.2 Absatz 1

⁵³⁶ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.5

⁵³⁷ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.2 Absatz 3 a.E.

⁵³⁸ *Schwark*, in: *Schwark*, § 31 WpHG, Rn. 60; BGHZ 105, 108, 110 f.; BGHZ 124, 151, 154; BGH WM 1998, 1391; BGH WM 2002, 803, 804

⁵³⁹ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.2 Absatz 1 Satz 2

Je komplizierter die Struktur einer Anlage und je höher das mit ihr verbundene Risiko ist, desto umfassender ist der Kunde aufzuklären.⁵⁴⁰

Die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden, also seine Professionalität, bestimmen außerdem sein Aufklärungsbedürfnis. Nur soweit der Kunde aufklärungsbedürftig ist, also nicht bereits ausreichend Kenntnisse und Erfahrungen besitzt, ist eine Aufklärung ihm gegenüber erforderlich.⁵⁴¹

Bei der Beurteilung der Erforderlichkeit kann, insbesondere bei mehrstufigen Vermittlungsverhältnissen, berücksichtigt werden, ob der Kunde bereits aufgeklärt worden ist. Ist dies der Fall, ist der Kunde jedoch ggf. gesondert über die in der Sphäre des jeweiligen Wertpapierdienstleistungsunternehmens liegenden Risiken aufzuklären.⁵⁴²

Letztlich bestimmt sich nach dem jeweiligen Einzelfall, welche Informationen für den Kunden erforderlich sind.⁵⁴³

4. Vergleich mit MIFID

a) Anforderungen an Informationen

Die MIFID stellt in Art. 19 Abs. 2 ausdrückliche Anforderungen an Informationen, nämlich dass diese redlich, eindeutig und nicht irreführend sind. Marketing-Mitteilungen müssen außerdem eindeutig als solche erkennbar sein. Diese allgemeinen Anforderungen werden durch die Durchführungsmaßnahmen weiter konkretisiert.⁵⁴⁴ Im Gegensatz hierzu stellt das WpHG keine expliziten Anforderungen an Informationen. Nur die BaFin-Richtlinie fordert, dass Informationen zutreffend, vollständig, unmissverständlich, gedanklich geordnet und in geeigneter Weise gestaltet sein müssen.⁵⁴⁵ Eine Regelung für Marketing-Mitteilungen gibt es nicht.

⁵⁴⁰ *Schwark*, in: *Schwark*, § 31 WpHG, Rn. 63

⁵⁴¹ vgl. BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.2 Absatz 3

⁵⁴² BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, Absatz 2

⁵⁴³ *Schwark*, in: *Schwark*, § 31 WpHG, Rn. 63

⁵⁴⁴ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.III.2.

⁵⁴⁵ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.V.2.a)

Durch die Neuregelung der MIFID bestehen also zukünftig zum einen explizite und detaillierte Anforderungen an Informationen, die sich inhaltlich jedoch nicht wesentlich von den bislang im Wege der Auslegung gestellten Anforderungen unterscheiden. Zum anderen gelten künftig besondere Vorschriften für Marketing-Mitteilungen, die es in dieser Form bislang nicht gibt.

b) Pflicht zur allgemeinen Information

Der Begriff der zweckdienlichen Informationen in § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG umfasst nach allgemeiner Auslegung auch allgemeine Informationen über das Unternehmen, sowie über Kosten, Sicherheitsleistungen und Nutzungsbedingungen. Im Einzelnen ist der Kunde hier über das Produktangebot (dies allerdings nur auf Nachfrage des Kunden), über mehrstufige Vermittlungsverhältnisse, über Berechnung, Höhe und Art der Kosten, über zu erbringende Sicherheitsleistungen, über Nutzungsbedingungen von Hilfsmitteln und Handelsräumlichkeiten und über Zahlungen Dritter an das Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu informieren.

Im Gegensatz hierzu bestimmt Art. 19 Abs. 3 Spiegelstriche 1, 3 und 4 MIFID, dass dem Kunden angemessene Informationen über die Wertpapierfirma und ihre Dienstleistungen, über Ausführungsplätze und über Kosten und Nebenkosten zu geben sind. Die Durchführungsmaßnahmen konkretisieren dies weiter dahingehend, dass im Rahmen der angemessenen Information über die Wertpapierfirma diese unter anderem ihren Name und ihre Anschrift, die verwendeten Sprachen und Kommunikationsmittel und einen Hinweis auf ihre Zulassung zu übermitteln hat⁵⁴⁶, sowie im Rahmen der angemessenen Information über Kosten und Nebenkosten, den Gesamtpreis bzw. dessen Berechnungsgrundlagen⁵⁴⁷.

c) Pflicht zur instrumentbezogenen Information

⁵⁴⁶ Art. 30 Abs. 1 DurchRiLiV; siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.IV.1.a) (a)

⁵⁴⁷ Art. 33 DurchRiLiV; siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.IV.1.d)

Die Pflicht des § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG, dem Kunden die zweckdienlichen Informationen zu erteilen, wird so ausgelegt, dass hierzu auch die instrumentbezogenen Informationen gehören, also Informationen über Eigenschaften und Risiken der Anlageformen.⁵⁴⁸

Dies entspricht der Vorschrift des Art. 19 III Spiegelstrich 2 MIFID, wonach dem Kunden angemessene Informationen über Finanzinstrumente zu erteilen sind, also über Natur und Risiken des Typs von Finanzinstrument.⁵⁴⁹

In diesem Punkt bringt die Neuregelung der MIFID also keine Änderung für das deutsche Recht.

d) Pflicht zu objektbezogener Information

Im deutschen Recht besteht die Pflicht, dem Kunden objektbezogene Informationen, also Informationen über ein bestimmtes Anlageobjekt, zukommen zu lassen. Dies ist Teil der Pflicht gem. § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG zur zweckdienlichen Information.⁵⁵⁰

Nach der Neuregelung der MIFID besteht keine solche Pflicht. Weder aus Art. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 2 MIFID, noch aus Art. 19 Abs. 1, Abs. 4 oder Abs. 5 MIFID lässt sich eine solche Verpflichtung herleiten.

(a) Keine Pflicht zu objektbezogener Information aus Art. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 2 MIFID

Wie bereits oben erläutert⁵⁵¹, verpflichtet Art. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 2 MIFID das Wertpapierdienstleistungsunternehmen nur zu instrumentbezogener Information des Kunden, also zu Informationen über Natur und Risiken des Typs von Finanzinstrument. Eine Pflicht zu objektbezogener Information, also zu Information über ein bestimmtes Anlageobjekt oder Finanzinstrument, kann dieser Vorschrift nicht entnommen werden.

⁵⁴⁸ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.V.2.c)

⁵⁴⁹ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.IV.1.b)

⁵⁵⁰ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.V.2.d)

⁵⁵¹ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.IV.1.b) (b)

(b) Keine Pflicht zu objektbezogener Information aus Art. 19 Abs. 1 MIFID

Aus Art. 19 Abs. 1 MIFID lässt sich ebenfalls keine Pflicht zur objektbezogenen Information herleiten.

Art. 19 Abs. 1 MIFID verpflichtet die Wertpapierfirmen, bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen für ihre Kunden ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden zu handeln und insbesondere den Grundsätzen der Absätze 2 bis 8 zu genügen.

Einerseits könnte man nun argumentieren, dass diese Pflicht des ehrlichen, redlichen und professionellen Handelns die Pflicht zur Information über individuelle Risiken bestimmter Finanzinstrumente mit umfasst. Ehrliches, redliches und professionelles Handeln im bestmöglichen Interesse des Kunden kann durchaus so interpretiert werden, dass es die Information des Kunden über alle entscheidungsrelevanten und in der Fachwelt bekannten Risiken des in Betracht gezogenen Finanzinstrumentes, also auch die individuellen Risiken, erfordert.

Allerdings ist gegen diese Interpretation einzuwenden, dass, wie oben bereits erläutert⁵⁵², Art. 19 Abs. 1 MIFID keine Generalklausel ist, die die Abs. 2 bis 8 des Art. 19 MIFID ergänzt. Die Informationspflichten sind in Art. 19 Abs. 3 bis 5 MIFID abschließend geregelt. Art. 19 Abs. 1 MIFID kann nicht ergänzend herangezogen werden, er regelt eigene Pflichten, die sich in der Gesetzgebung auf der 2. Stufe konkretisieren.

(c) Keine Pflicht zu objektbezogener Information aus Art. 19 Abs. 4 MIFID

Aus Art. 19 Abs. 4 MIFID ergibt sich ebenfalls keine Pflicht, über ein bestimmtes Finanzinstrument zu informieren.

Art. 19 Abs. 4 MIFID normiert die Pflicht zum Geeignetheitstest und die vorausgehende Erkundigungspflicht. Eine Informationspflicht, gleich welchen Inhalts, statuiert Art. 19 Abs. 4 MIFID nicht.⁵⁵³

⁵⁵² siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.II.1.

⁵⁵³ vgl. *Mülbert*, Arbeitspapiere 2005, S. 8

Objektbezogene Informationen sind jedoch bei der Beurteilung der Geeignetheit eines Finanzinstruments von Bedeutung. Nachdem die Geeignetheit des einzelnen, speziellen Finanzinstruments zu beurteilen ist und nicht nur die Geeignetheit des jeweiligen Typs von Finanzinstrument⁵⁵⁴, sind Informationen über das betroffene Finanzinstrument wichtig, also objektbezogene Informationen.

Die Berücksichtigung objektbezogener Informationen im Rahmen der Geeignetheitsprüfung des Art. 19 Abs. 4 MIFID ist zu unterscheiden von einer objektbezogenen Informationspflicht, wie sie das deutsche Recht derzeit kennt. Bei der objektbezogenen Informationspflicht des deutschen Rechts ist dem Kunden die objektbezogene Information mitzuteilen, woraufhin er seine eigene Anlageentscheidung trifft. Bei der Geeignetheitsprüfung des Art. 19 Abs. 4 MIFID dagegen hat der Anlageberater oder Portfolio-Manager die von ihm in Betracht gezogene Transaktion daraufhin zu überprüfen, ob sie für den Kunden geeignet ist, erst dann darf er sie empfehlen bzw. durchführen. Sollte der Anlageberater oder Portfolio-Manager also auf Grund objektbezogener Informationen eine Transaktion für ungeeignet halten und deshalb nicht empfehlen oder durchführen, so erfährt der Kunde nichts davon.

(d) Keine Pflicht zu objektbezogener Information aus Art. 19 Abs. 5 MIFID

Auch aus Art. 19 Abs. 5 MIFID lässt sich keine Informationspflicht bzgl. individueller Risiken ableiten.

Art. 19 Abs. 5 MIFID normiert die Pflicht zum Angemessenheitstest mit vorausgehender Erkundigungspflicht. Wie auch Art. 19 Abs. 4 MIFID sieht Art. 19 Abs. 5 MIFID keine Informationspflicht, gleich welchen Inhalts, vor.

Im Gegensatz zur Beurteilung der Geeignetheit sind objektbezogene Informationen für die Beurteilung der Angemessenheit nicht relevant. Die Angemessenheit eines Finanzinstruments beurteilt sich nämlich allein danach, ob der Kunde bzgl. diesen Typs von Finanzinstrument ausreichend Kenntnisse und Erfahrungen besitzt.⁵⁵⁵

⁵⁵⁴ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.V.3.b) (b)

⁵⁵⁵ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.VI.2.a)

(e) Auswirkungen der Neuregelung auf den Anlegerschutz

Auf den ersten Blick führt das Fehlen einer Pflicht zur objektbezogenen Information des Kunden zu einer Verringerung des Anlegerschutzes. Denn ohne Zweifel sind die objektbezogenen Informationen, insbesondere die Informationen über spezielle Risiken eines bestimmten Finanzinstruments, als wichtige Informationen anzusehen.

Allerdings ist zu beachten, dass, außer im Bereich der Anlageberatung, der Kunde, der objektbezogen informiert wird, mit der Einordnung dieser Information alleine dasteht. Er hat selbst zu entscheiden, ob diese Information (z.B. dass es Gerüchte über falsche Bilanzen der Firma XY gibt) für ihn bedeutet, dass diese Anlage für ihn nun ungeeignet ist oder nicht. Für den unerfahrenen Kleinanleger ist es aber enorm schwierig, die erhaltenen objektbezogenen Informationen richtig einzuordnen, weshalb sie für ihn nur von begrenztem Nutzen sind und damit auch nur in begrenztem Umfang Anlegerschutz bieten.

Das Fehlen der Pflicht zur objektbezogenen Information ist dementsprechend zwar als Einschränkung des Anlegerschutzes anzusehen, allerdings nur in einem geringen Maße. Außerdem ist zu beachten, dass im Fall der Anlageberatung zwar keine objektbezogene Informationspflicht mehr bestehen wird, dafür allerdings die Pflicht zum Geeignetheitstest, der ein ähnliches Niveau an Anlegerschutz bietet.⁵⁵⁶

e) Form, Zeitpunkt und Häufigkeit der Informationserteilung

(a) Form

Was die Form der Informationserteilung betrifft, so hat diese gem. Art. 29 Abs. 2 DurchRiLiV gegenüber Kleinanlegern auf einem dauerhafter

⁵⁵⁶ näher hierzu unten, Gliederungspunkt Kapitel 3, B.VII.3.b)

Datenträger zu erfolgen.⁵⁵⁷ Ansonsten kennt die Neuregelung der MIFID diesbezüglich keine Regelung.

Nach der derzeitigen Rechtslage in Deutschland gibt es keine Formvorschriften für die Informationserteilung.⁵⁵⁸

Eine Änderung wird sich zukünftig also nur für Informationen an Kleinanleger ergeben.

(b) Zeitpunkt

Was den Zeitpunkt der Informationserteilung angeht, so sieht die Neuregelung vor, dass der Kleinanleger gem. Art. 29 Abs. 1 und 2 DurchRiLiV rechtzeitig vor einer vertraglichen Bindung bzw. vor Erbringung der Dienstleistung zu informieren ist.⁵⁵⁹ Eine Ausnahme ist gem. Art. 29 Abs. 4 DurchRiLiV bei der Benutzung von Fernkommunikationsmitteln vorgesehen, wenn die Fristen gem. Art. 29 Abs. 1 und 2 DurchRiLiV nicht eingehalten werden konnten. In diesem Fall können die Informationen auch unverzüglich nach vertraglicher Bindung oder Beginn der Dienstleistungserbringung erteilt werden.⁵⁶⁰

Nach derzeitiger deutscher Rechtslage hat die allgemeine Information des Kunden spätestens vor Erbringung der Dienstleistung zu erfolgen, die anderen Informationen sind dem Kunden spätestens vor der Erteilung des Kundenauftrags zu geben.⁵⁶¹ Eine Ausnahme ist vorgesehen für den Fall, dass der Kunde nicht erreichbar ist, dann können ihm die Informationen auch unverzüglich nach der Ausführung mitgeteilt werden.⁵⁶²

Durch die Neuregelung werden sich also folgende Änderungen ergeben: Erstens sind die Anleger künftig rechtzeitig vor Eintreten einer vertraglichen Bindung bzw. vor Erbringung der Dienstleistung zu informieren, nicht mehr spätestens vor Erbringung der Dienstleistung bzw. vor Erteilung des

⁵⁵⁷ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.IV.2.

⁵⁵⁸ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.V.2.e)

⁵⁵⁹ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.IV.3.a)

⁵⁶⁰ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.IV.3.a) (c)

⁵⁶¹ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.V.2.e)

⁵⁶² BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.5; siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.V.2.e)

Kundenauftrags. Der Ausdruck *rechtzeitig* bedeutet, dass dem Kunden ausreichend Zeit bleiben muss, um die Informationen durchzusehen und zu verstehen, wobei die Dringlichkeit der Situation und die Aufnahmefähigkeit des Kunden im Bezug auf die jeweiligen Informationen zu berücksichtigen sind. Im Gegensatz hierzu bedeutet *spätestens vorher*, dass es lediglich darauf ankommt, dass die Informationen eine juristische Sekunde vorher erteilt wurden. Damit wird der Zeitpunkt der Informationserteilung also vorverlagert, wie weit hängt vom jeweiligen Einzelfall ab.

Diese Vorverlagerung des Zeitpunkts der Informationserteilung verbessert den Anlegerschutz insoweit, als damit sichergestellt wird, dass die Informationen für den Kunden auch ihren Sinn und Zweck erfüllen können, nämlich als Entscheidungsgrundlage für eine informierte Anlegerentscheidung zu dienen. Die noch geltende deutsche Regelung nimmt nämlich keine Rücksicht darauf, ob dem Kunden die Informationen auch rechtzeitig erteilt wurden, um sie in seinen Entscheidungsprozess aufzunehmen. Wer lediglich eine juristische Sekunde vorher informiert wird, wird diese Informationen kaum so schnell verarbeiten können, um seine Entscheidung auf sie zu stützen.

Zweitens wird eine Änderung dahingehend eintreten, dass die Erteilung der allgemeinen Informationen nicht mehr nach einer vertraglichen Bindung des Kunden möglich sein wird. Bislang müssen die allgemeinen Informationen spätestens vor der Erbringung der Dienstleistung erteilt werden, was nicht ausschließt, dass der Kunde zu diesem Zeitpunkt bereits vertraglich gebunden ist. Nach der Neuregelung sind auch die allgemeinen Informationen rechtzeitig vor einer vertraglichen Bindung bzw. der Erbringung der Dienstleistung zu erteilen.

Im Hinblick auf den Anlegerschutz ist hierin eine Verbesserung zu sehen, da nun sichergestellt ist, dass der Kunde alle Informationen, seien sie allgemeiner oder objekt- bzw. instrumentbezogener Natur, zu seiner Entscheidung heranziehen kann. Andererseits ist zu sehen, dass die allgemeinen Informationen nicht dieses Gewicht bei einer Anlageentscheidung haben, wie die objekt- bzw. instrumentbezogenen Informationen, so dass es sich nur um eine leichte Verbesserung des Anlegerschutzes handelt.

Drittens wird sich eine Änderung im Bezug auf die Ausnahmeregelung für den Fall, dass der Kunde nicht erreichbar ist, ergeben. Die Erteilung der

Informationen erst nach Beginn der Auftragsausführung ist nur noch im Rahmen des Art. 29 Abs. 4 DurchRiLiV bei Benutzung eines Fernkommunikationsmittels auf Wunsch des Kunden möglich.

(c) Häufigkeit

Nach der Neuregelung ist die Informationspflicht grundsätzlich periodisch ausgestaltet, d.h. der Kunde ist vor jedem Vertrag und jeder Dienstleistung erneut zu informieren. Eine Ausnahme besteht für Geschäfte mit ein und demselben Art von Finanzinstrument.⁵⁶³

Im deutschen Recht gilt grundsätzlich keine periodische Informationspflicht, der Kunde ist nämlich nicht vor jedem Auftrag zu informieren, allerdings ist eine erneute Information des Kunden dann vorzunehmen, wenn dies angezeigt ist, beispielsweise wegen geringer Geschäftstätigkeit des Kunden⁵⁶⁴, oder gem. § 37d Abs. 1 WpHG, der bestimmte Unternehmen verpflichtet, bei Finanztermingeschäften mit Verbrauchern, diese regelmäßig im Zwei-Jahres-Rhythmus zu informieren.

Zukünftig muss der Kunde also vor jeder neuen Dienstleistung bzw. jedem neuen Vertrag informiert werden, auch dann, wenn der Kunde die relevanten Informationen bereits im Rahmen einer anderen Dienstleistung erhalten hat.

Dies bedeutet eine kleine Verbesserung des Anlegerschutzes. Die derzeitige deutsche Regelung, dass erneut zu informieren ist, wenn dies angezeigt ist, berücksichtigt zwar, dass ein Kunde weder ständig inhaltsgleiche Informationen erhalten möchte bzw. sollte, weil dies bei ihm zu einer Weigerung führen würde, neu erteilte Informationen aufzunehmen, und trägt zudem der Tatsache Rechnung, dass ein Kunde die ihm einmal erteilten Informationen nicht dauerhaft abspeichern wird und sie so ihren Zweck nach einiger Zeit nicht mehr erfüllen können, allerdings stellt sich immer die Frage, wann eine erneute Information angezeigt ist und wann nicht. Hier trifft die Neuregelung eine klare Abgrenzung, dass auf erneute Information nur

⁵⁶³ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.IV.3.b)

⁵⁶⁴ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.V.2.e)

verzichtet werden kann bei Geschäften mit ein und derselben Art von Finanzinstrument.

VI. Die Wohlverhaltensregeln bei Execution-Only-Dienstleistungen bzw. Discount-Broking

1. Allgemeines

Als Execution-Only-Dienstleistungen werden solche Dienstleistungen bezeichnet, die lediglich in der Vermittlung eines Auftrags oder in der Ausführung eines Auftrags im Wege des Kommissionsgeschäfts oder des Eigenhandels für andere bestehen.⁵⁶⁵

Discount-Broking dagegen liegt vor, wenn ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen generell nur Execution-Only-Dienstleistungen, also solche ohne Informationserteilung anbietet.⁵⁶⁶

Discount-Broker, die die große Masse der Execution-Only-Dienstleistungen abwickeln, wurden in Deutschland 1994 eingeführt⁵⁶⁷ und konnten sich inzwischen auch in anderen Mitgliedstaaten der EU etablieren⁵⁶⁸. In aller Regel werden diese Geschäfte per Telefon oder über das Internet abgeschlossen. Sie sind kostengünstiger als vergleichbare Geschäfte mit sonstigen Kreditinstituten, im Gegenzug wird dafür aber weitgehend ein Ausschluss von Aufklärung und Beratung vorgenommen. Die Vertragsbedingungen der Discount-Broker sehen meist vor, dass dem Kunden keine Hintergrundinformationen über die verschiedenen Anlagemöglichkeiten zur Verfügung gestellt werden und auch keine Auswertung entsprechender Informationen im Kundeninteresse erfolgt.⁵⁶⁹ Lediglich bei Aufnahme der Geschäftsverbindung erhält der Kunde standardisierte Informationsbroschüren, die Ausführungen zu grundsätzlichen Chancen und Risiken

⁵⁶⁵ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.6, Überschrift

⁵⁶⁶ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 135

⁵⁶⁷ Am 16.05.1994 nahm die DAB GmbH als erster Discount-Broker ihre Geschäftstätigkeit auf. Vgl. Möllers/ Ganten, ZGR 1998, 773, 791 f., Fn. 105.

⁵⁶⁸ Kölsch, WM 1996, 1169

⁵⁶⁹ Balzer, Die Bank 2001, 51;

verschiedener Anlageformen enthalten, ohne dass von Seiten des Discount-Brokers aber objektbezogene Informationen zu der beabsichtigten Anlage erfolgen.

Sowohl bei den Execution-Only-Dienstleistungen, als auch beim Discount-Broking geht es um die Frage, inwieweit die beratungs- und informationsfreie Wertpapierdienstleistung zulässig ist.

2. Pflichteninhalt

a) Beratungsfreie Wertpapierdienstleistungen

Nachdem § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG, wie bereits oben erläutert⁵⁷⁰, keine Beratungspflicht, sondern lediglich eine Informationspflicht statuiert, können Wertpapierdienstleistungen nach dem Grundsatz der Vertragsfreiheit auch jederzeit beratungsfrei angeboten werden.

b) Informationsfreie Wertpapierdienstleistungen

Bei der Frage, ob Wertpapierdienstleistungen auch informationsfrei angeboten werden können, stellt sich die Frage, ob oder inwieweit die Informationspflicht des § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG abbedungen werden kann.

Die Informationspflicht des § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG ist nicht abdingbar.⁵⁷¹ Dies folgt zum einen daraus, dass die Norm aufsichtsrechtlichen Charakter besitzt, also öffentlich-rechtlicher Natur ist⁵⁷², zum anderen daraus, dass sie der

⁵⁷⁰ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.V.1.

⁵⁷¹ Balzer, ZBB 1997, 260, 266; Cahn, ZHR 162 (1998), 1, 33 ff.; Köndgen, ZBB 1996, 361, 365; Möllers, JZ 1996, 787, 788; Möllers/ Ganten, ZGR 1998, 773, 793 f.; Reich, WM 1997, 1601, 1602, 1604; Schwintowski, ZBB 1999, 385, 387; mit ausführlicher Begründung Wieneke, S. 143 – 165; a.A. wohl Kümpel, WM 1995, 689, 693 f.; Schödermeier, WM 1995, 2053, 2055

⁵⁷² Balzer, DB 1997, 2311, 2314; Köndgen, ZBB 1996, 361, 365; Möllers/ Ganten, ZGR 1998, 733, 793; Reich, WM 1997, 1601, 1604

Umsetzung von Art. 11 ISD dient, der Mindeststandards festlegt, auf die nicht verzichtet werden kann⁵⁷³.

Der Kunde kann somit auf die Aufklärung – soweit diese erforderlich ist – nicht vertraglich verzichten.⁵⁷⁴ Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen hat dem Kunden die erforderliche Aufklärung zumindest anzubieten oder zugänglich zu machen, es kann die Pflicht zur Aufklärung nicht abbedingen.⁵⁷⁵ Auch eine Einschränkung der Informationspflicht dahingehend, dass nur allgemeine und instrumentbezogenen Informationen, nicht aber objektbezogene Informationen geschuldet sind, ist nicht möglich. Wie bereits oben erläutert⁵⁷⁶, sind die objektbezogenen Informationen ebenso Bestandteil der Informationspflicht des § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG, der aber nicht abdingbar ist.

Teilweise wird argumentiert, dass bei Execution-Only-Dienstleistungen die objektbezogene Aufklärung nicht erforderlich sei im Hinblick auf Art und Umfang des beabsichtigten Geschäfts.⁵⁷⁷ Diese Ansicht kann jedoch nicht überzeugen, da sich die Erforderlichkeit nicht nach der Vertriebsform beurteilt, sondern nach den in Betracht gezogenen Wertpapieren, also beispielsweise ob diese risikoarm oder risikoreich sind.

Auch die Ansicht, dass es kein Problem darstelle, soweit sich ein Discount-Broker nur an gut informierte und erfahrene Anleger wende, denn dann sei die nach § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG erforderliche Aufklärung bereits durch die Übermittlung der standardisierten Informationen bei Aufnahme der Geschäftsverbindung erfüllt⁵⁷⁸, verkennt, dass objektbezogene Informationen ebenfalls Teil der Informationspflicht des § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG sind. Ein

⁵⁷³ Möllers/ Ganten, ZGR 1998, 733, 793; Reich, WM 1997, 1601, 1602

⁵⁷⁴ Schwark, in: Schwark, § 31 WpHG, Rn. 65 ff.; Lang, Informationspflichten, § 17, Rn. 50; Schwintowski, ZBB 1999, 385, 387; Koller, in: Assmann/ Schneider, § 31 WpHG, Rn. 126, 127; Wieneke, S. 164

⁵⁷⁵ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, Absatz 1

⁵⁷⁶ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.V.2.d)

⁵⁷⁷ Empfehlung des Finanzausschusses, BT-Drucksache 12/7918, S. 104; Kümpel, WM 1995, 689, 693 f.; Schödermeier, WM 1995, 2053, 2055

⁵⁷⁸ BGHZ 142, 345, 346 = ZIP 1999, 1915 = WM 1999, 2300 = NJW 2000, 359 mit Anmerkung Koller, EWiR 1999, 1111; Batereau, BB 2000, 11

gut informierter und erfahrener Anleger ist zwar im Hinblick auf instrumentbezogene Informationen meist nicht aufklärungsbedürftig, es fehlt also an der Erforderlichkeit der Aufklärung i.S.d. § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG, dies gilt jedoch nicht zwangsläufig auch im Hinblick auf objektbezogene Informationen.

c) Eingeschränkte Erkundigungspflicht

Nach der BaFin-Richtlinie⁵⁷⁹ hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Kunden spätestens vor der Erteilung eines Auftrags grundsätzlich nur zu seinen Kenntnissen und Erfahrungen zu befragen. Angaben des Kunden zu Anlagezielen und finanziellen Verhältnissen sind aber jedenfalls dann erforderlich, soweit das Wertpapierdienstleistungsunternehmen dem Kunden zur Durchführung der beabsichtigten Geschäfte Kredit vermittelt, selbst einräumt oder die Hinterlegung von Sicherheiten verlangt.

Für diese Einschränkung der Erkundigungspflicht des § 31 Abs. 2 Nr. 1 WpHG bei Execution-Only-Dienstleistungen fehlt ebenso wie für eine Einschränkung der Informationspflicht jegliche gesetzliche Grundlage. Sie ist daher abzulehnen.

d) Zusammenfassung

Bei Execution-Only-Dienstleistungen unterliegen die Wertpapierdienstleistungsunternehmen also ebenso der Erkundigungs- und Informationspflicht wie bei sonstigen Wertpapierdienstleistungen auch.

Die Kunden sind spätestens vor Auftragsannahme darauf hinzuweisen, dass es sich hier um eine beratungsfreie Wertpapierdienstleistung handelt.⁵⁸⁰

Sofern das Unternehmen dem Kunden Informationen zukommen lässt, die über die verpflichtende Aufklärung hinausgehen, z.B. durch Marktkommentare, Charts oder Analysen, hat es gegenüber dem Kunden klarzustellen, dass diese

⁵⁷⁹ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.6 a.E.

⁵⁸⁰ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.6

Informationen keine Anlageberatung darstellen, sondern lediglich die selbständige Anlageentscheidung des Kunden erleichtern sollen.⁵⁸¹

3. Vergleich mit MIFID

Während Execution-Only-Dienstleistungen nach derzeitiger (umstrittener) deutscher Rechtslage also auch der Erkundigungspflicht und der Informationspflicht vollumfänglich unterliegen und außerdem ein Hinweis auf die fehlende Beratung verlangt wird⁵⁸², sieht die MIFID in diesem Bereich vor, dass diese Dienstleistungen zwar der Informationspflicht gem. Art. 19 Abs. 3 MIFID unterliegen, aber weder eine Erkundigungspflicht, noch eine Pflicht zum Angemessenheitstest besteht⁵⁸³. Die Kunden sind außerdem zu warnen, dass kein Angemessenheitstest stattfindet.⁵⁸⁴

Im Einzelnen ergeben sich also folgende Neuerungen für Execution-Only-Dienstleistungen:

Durch die explizite Regelung dieser Dienstleistungen schafft die MIFID Rechtssicherheit hinsichtlich der Zulässigkeit und des Pflichtenumfangs dieser Dienstleistungen.

Die Erkundigungspflicht, deren Umfang bei Execution-Only-Dienstleistungen im derzeitigen deutschen Recht umstritten ist, wird zukünftig nicht mehr bestehen.

Die derzeitige deutsche Informationspflicht bei Execution-Only-Dienstleistungen, die je nach Ansicht allgemeine, instrumentbezogene und/oder objektbezogene Informationen umfasst, wird zukünftig (nicht nur bei Execution-Only-Dienstleistungen) nur noch allgemeine und instrumentbezogene Informationen umfassen.

Außerdem wird der Kunde zukünftig nicht mehr auf die fehlende Beratungsleistung hinzuweisen sein, sondern auf den fehlenden Angemessenheitstest.

⁵⁸¹ BaFin-Richtlinie Teil B, Abschnitt 2, 2.6

⁵⁸² siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.VI.2.d)

⁵⁸³ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.IX.2.

⁵⁸⁴ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.IX.3.c)

Im Hinblick auf den Anlegerschutz ist diese Neuregelung zwar nicht als Verbesserung zu werten, denn die Pflichten des Wertpapierdienstleistungsunternehmens gegenüber dem Kunden sind im Vergleich zur jetzigen deutschen Regelung, jedenfalls nach der hier vertretenen Auffassung, deutlich eingeschränkt, dennoch ist die Neuregelung positiv zu bewerten. Die Praxis hat gezeigt, dass ein Bedarf an Execution-Only-Dienstleistungen besteht, und nachdem die Neuregelung zum einen sicherstellt, dass der Kunde durch die Warnung weiß, worauf er sich einlässt, und zum anderen auch bei Execution-Only-Dienstleistungen die Informationspflicht gilt, ist der Anleger auch zukünftig ausreichend geschützt. Die explizite Regelung dieser Dienstleistungen und die damit verbundene Rechtssicherheit ist für alle Beteiligten, auch für den Anleger, vorteilhaft.

VII. Die Pflichten im Rahmen der Anlageberatung

1. Der Beratungsvertrag

Wie bereits oben erläutert, ist kein Wertpapierdienstleistungsunternehmen zur Beratung verpflichtet. Die Beratung ist vielmehr eine zusätzliche Leistung, die auf der Grundlage eines konkludent oder ausdrücklich geschlossenen Beratungsvertrages erbracht wird.⁵⁸⁵

Ein konkludenter Vertragsabschluß setzt voraus, „dass der Kunde im Hinblick auf eine nicht unerhebliche Vermögensanlagedisposition – Erwerb, Veränderung oder Veräußerung – die Beratung durch die Bank – oder den sonstigen Wertpapierdienstleister – in Anspruch nimmt und die Bank die Beratung tatsächlich gewährt“⁵⁸⁶. Eine Inanspruchnahme durch den Kunden liegt vor, wenn dieser zum einen auf die Beratung angewiesen ist, und zum anderen von dieser Beratung seine Anlageentscheidung ganz oder teilweise abhängig machen will. „Die Annahme eines stillschweigend abgeschlossenen Beratungsvertrags kommt nicht in Betracht, wenn ein Kunde seiner Bank gezielt den Auftrag zum Kauf bestimmter Wertpapiere gibt, die ihm von einem

⁵⁸⁵ Horn, in: BuB, Rn. 7/1380

⁵⁸⁶ Horn, in: BuB, Rn. 7/1275

Dritten empfohlen worden sind.“⁵⁸⁷ Auch hat die Bank jederzeit die Möglichkeit, den Abschluss eines konkludenten Beratungsvertrages zu verhindern, indem sie deutlich macht, keine vertragliche Beratungspflicht übernehmen zu wollen und eine Beratung dann auch tatsächlich nicht stattfindet.

2. Pflichteninhalt

Die Anlageberatung ist gem. § 2 Abs. 3a Nr. 3 WpHG eine Wertpapierneben-dienstleistung. Sobald also ein Beratungsvertrag zustande kommt, gelten die Wohlverhaltensregeln wie oben beschrieben. Das Wertpapierdienstleistungs-unternehmen ist zur Interessenwahrung gem. § 31 Abs. 1 WpHG, zur Erkundigung gem. § 31 Abs. 2 Nr. 1 WpHG und zur Information gem. § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG verpflichtet. Darüber hinaus ist es zur eigentlichen Anlageberatung verpflichtet, also dazu, dem Kunden eine Empfehlung, einen Ratschlag⁵⁸⁸ zu geben, es informiert den Kunden darüber, wie es selbst an seiner Stelle entscheiden würde.⁵⁸⁹ Die Anlageberatung hat anleger- und anlageobjektgerecht zu erfolgen.⁵⁹⁰

Anlegergerechte Beratung bedeutet, dass die Beratung auf die Ziele, Kenntnisse und Erfahrungen und die Verhältnisse des Kunden abgestimmt sein muss.⁵⁹¹ Seit der Bond-Entscheidung⁵⁹² des Bundesgerichtshofs ist dies in der Rechtsprechung anerkannt.

Anlageobjektgerechte Beratung setzt zuerst anlageobjektgerechte Information voraus. Der Kunde ist zutreffend, aktuell, vollständig, klar und verständlich über das Anlageobjekt zu informieren, und zwar bzgl. aller angesprochenen

⁵⁸⁷ Leitsatz BGH WM 1996, 906, mit Anmerkung *Schäfer*, in: WuB I G 1. – 9.96 und Anmerkung *Zeller*, in: EWiR - §276 BGB – 1996, 641

⁵⁸⁸ *Schäfer*, in: Schäfer, § 32 WpHG, Rn. 3

⁵⁸⁹ *Kümpel*, Wertpapierhandelsgesetz, Seite 179

⁵⁹⁰ *Horn*, in: BuB, Rn. 7/1381

⁵⁹¹ *Horn*, in: BuB, Rn. 7/1385

⁵⁹² BGHZ 123, 126, 128 = ZIP 1993, 1148 = WM 1993, 1455 mit Anmerkung *Schwark*, in: WuB I G 4. – 9.93 und Anmerkung *Köndgen*, in: EWiR - § 276 BGB – 1993, 857

und angebotenen Anlageprodukte. Darauf folgt die Bewertung durch das Wertpapierdienstleistungsunternehmen, indem dieses einen Anlagevorschlag unterbreitet. Hierbei steht ihm ein Beurteilungsspielraum zu.⁵⁹³

3. Vergleich zur MIFID

a) Zustandekommen eines Anlageberatungsvertrages

Nach der Rechtsprechung des BGH wird ein Anlageberatungsvertrag geschlossen, wenn ein Kunde auf das Angebot einer Bank oder von sich aus an diese herantritt und deutlich macht, dass er auf eine (bestimmte) Anlageentscheidung bezogen die besonderen Kenntnisse und Verbindungen der Bank in Anspruch nehmen will und die Bank mit der gewünschten Tätigkeit beginnt.⁵⁹⁴ Ist ein solcher Anlageberatungsvertrag zustande gekommen, so hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Wohlverhaltensregeln einzuhalten.

Eine Anlageberatung nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 4 MIFID, die spätestens zum Abschluss eines Anlageberatungsvertrags führt⁵⁹⁵, liegt dagegen vor bei Abgabe persönlicher Empfehlungen an einen Kunden, entweder auf dessen Aufforderung oder auf Initiative der Wertpapierfirma, die sich auf ein oder mehrere Geschäfte mit Finanzinstrumenten bezieht, wobei eine Empfehlung dann als persönliche Empfehlung anzusehen ist, wenn der Eindruck erweckt wird, die Empfehlung sei geeignet für die jeweilige Person oder basiere auf einer Beurteilung ihrer persönlichen Umstände, und wenn sie eine bestimmte Empfehlung im Hinblick auf ein bestimmtes Finanzinstrument enthält.

Der Unterschied zwischen dem Zustandekommen eines Anlageberatungsvertrags nach der Neuregelung der MIFID und dem deutschen Recht, wird an folgendem Fall deutlich:

⁵⁹³ Horn, in: BuB, Rn. 7/1390 und 7/1391; Koller, in: Assmann/ Schneider, § 32

WpHG, Rn. 3 a.E.; Kübler, ZHR 145 (1981), 204, 212 f.; Schwark, in: Schwark, § 32 WpHG, Rn. 7

⁵⁹⁴ vgl. z.B. BGH WM 1987, 495 f. = NJW 1987, 1815 f.; OLG Celle WM 1993, 191, 192

⁵⁹⁵ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.VII.

Die Wertpapierfirma W sendet ihrem Kunden K einen Brief mit dem Inhalt „Sehr geehrter Herr K, in der Anlage übersenden wir Ihnen eine Broschüre mit Informationen über Finanzinstrumente, deren Erwerb uns für Sie, in Anbetracht Ihrer persönlichen Situation, als geeignet erscheint.“

Die Wertpapierfirma W gibt hier, auf eigene Initiative, eine persönliche Empfehlung an ihren Kunden K ab, denn der Brief empfiehlt K den Kauf der in der Broschüre enthaltenen Finanzinstrumente, wobei die Empfehlung auf seine persönlichen Umstände abgestimmt zu sein scheint.

Mit diesem Brief erbringt W also gegenüber K eine Anlageberatung i.S.d. MiFID. Mit Zugang des Briefes an K kommt also zwischen ihm und der Wertpapierfirma W ein Anlageberatungsvertrag zustande, und zwar unabhängig davon, ob K sich von der Firma beraten lassen wollte oder nicht. K kann den Vertragsschluss nicht verhindern. Allein auf die Initiative der Wertpapierfirma hin ist es zum Vertragsschluss gekommen.

Im deutschen Recht ist das Verhalten des K durchaus von Bedeutung, hier sind drei Fälle zu unterscheiden:

Haben W und K zuvor einen Anlageberatungsvertrag geschlossen, dann ist der Brief der W an K als Anlageberatung zur Erfüllung dieses Vertrags anzusehen. Hat K zuvor der W ein Angebot auf Abschluss eines Anlageberatungsvertrags gemacht (z.B. indem K bei einem Gespräch mit W sein Interesse an weiteren interessanten Anlagen bekundete), so wäre der Brief als Annahme dieses Angebots und gleichzeitige Anlageberatung zu verstehen.

Für den Fall, dass weder ein Anlageberatungsvertrag zwischen W und K besteht, noch ein Angebot des K zum Abschluss eines solchen vorliegt (z.B. ist K sonstiger Kunde der W, oder bislang besteht noch gar kein Kontakt zwischen K und W), kann der Brief nur als Angebot auf Abschluss eines Anlageberatungsvertrags verstanden werden. Dieses Angebot muss K gegenüber W irgendwie annehmen, z.B. durch Herantreten an W unter Bezugnahme auf den Brief, nur dann kann von einer Anlageberatung gesprochen werden. Der Brief allein würde in einem solchen Fall also keine Anlageberatung darstellen, er kann nur bei Annahme des K als Anlageberatung angesehen werden, beispielsweise wenn K zu W kommt und erklärt, die in dem Brief empfohlenen Finanzinstrumente kaufen zu wollen, woraufhin W keine weitere Beratung, sondern sogleich den Kauf vornimmt. Fehlt eine Annahme

des K gegenüber W, beispielsweise weil K überhaupt nicht auf den Brief reagiert, oder weil er sich an eine andere Wertpapierfirma wendet, so kommt zwischen W und K kein Anlageberatungsvertrag zustande. Der Brief der W an K stellt in diesem Fall keine Anlageberatung dar.

Für das deutsche Recht hat die Neuregelung also die Konsequenz, dass bei der Frage, ob ein Anlageberatungsvertrag mit all seinen Verpflichtungen zustande gekommen ist, nicht mehr nur darauf abgestellt werden darf, ob zwei übereinstimmende Willenserklärungen, Angebot und Annahme, vorliegen, sondern auch zu fragen ist, ob hier Anlageberatung nach der Definition der MIFID erbracht wurde, da auch dieses Verhalten zum Bestehen eines Anlageberatungsvertrages führt.

b) Pflichten bei der Anlageberatung

Nach dem deutschen Recht sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei der Anlageberatung verpflichtet, neben der Einhaltung aller Wohlverhaltensregeln den Kunden *anleger- und anlageobjektgerecht* zu beraten. Dies bedeutet, dass die Empfehlung abgestimmt sein muss auf die Anlageziele des Kunden, seine Kenntnisse und Erfahrungen und seine finanziellen Verhältnisse.⁵⁹⁶ Außerdem sind alle objektbezogenen Informationen für diesen Kunden zu bewerten.⁵⁹⁷

Die Neuregelung der MIFID stellt an die Anlageberatung neben der Einhaltung der allgemeinen Wohlverhaltensregeln dagegen die Anforderung, dass eine *geeignete* Anlage empfohlen wird. Geeignet ist eine Anlage, wenn sie den Anlagezielen des Kunden entspricht, der Kunde die finanziellen Risiken tragen kann und der Kunde die Erfahrungen und Kenntnisse besitzt, um die involvierten Risiken zu verstehen.⁵⁹⁸ Dabei ist auf das konkrete Anlageobjekt abzustellen, so dass objektbezogene Informationen bei der Beurteilung der Geeignetheit zu berücksichtigen sind.⁵⁹⁹

⁵⁹⁶ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.VII.2.

⁵⁹⁷ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.VII.2.

⁵⁹⁸ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.V.3.b) (a)

⁵⁹⁹ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.V.3.b) (b)

Im Ergebnis ist also festzuhalten, dass der besondere Pflichteninhalt bei der Anlageberatung durch die Neuregelung keine inhaltliche Änderung erfährt.

VIII. Die besonderen Verhaltensregeln des § 32 WpHG

§ 32 WpHG fügt den allgemeinen Verhaltensregeln des § 31 WpHG besondere Verhaltensregeln hinzu, deren Verletzung bestimmte schwerwiegende Verstöße gegen die Interessenwahrungspflicht des § 31 Abs. 1 WpHG darstellen.

Im Gegensatz zur Interessenwahrungspflicht des § 31 Abs. 1 WpHG, die nur für Wertpapierdienstleistungsunternehmen gilt, ist der Adressatenkreis des § 32 WpHG jedoch weiter gefasst.

1. Verbote an Wertpapierdienstleistungsunternehmen und verbundene Unternehmen gem. § 32 Abs. 1 WpHG

§ 32 Abs. 1 WpHG:

„Einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder einem mit ihm verbundenen Unternehmen ist es verboten,

1. Kunden des Wertpapierdienstleistungsunternehmens den Ankauf oder Verkauf von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten zu empfehlen, wenn und soweit die Empfehlung nicht mit den Interessen der Kunden übereinstimmt;
2. Kunden des Wertpapierdienstleistungsunternehmens den Ankauf oder Verkauf von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten zu dem Zweck zu empfehlen, für Eigengeschäfte des Wertpapierdienstleistungsunternehmens oder eines mit ihm verbundenen Unternehmens Preise in eine bestimmte Richtung zu lenken;
3. Eigengeschäfte aufgrund der Kenntnis von einem Auftrag eines Kunden des Wertpapierdienstleistungsunternehmens zum Ankauf oder Verkauf von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten abzuschließen, die Nachteile für den Auftraggeber zur Folge haben können.“

a) Adressatenkreis: Wertpapierdienstleistungsunternehmen und verbundene Unternehmen

Adressaten der besonderen Verhaltensregeln des § 32 Abs. 1 WpHG sind *Wertpapierdienstleistungsunternehmen sowie mit ihnen verbundene Unternehmen*.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind in § 2 Abs. 4 WpHG definiert, Ausnahmen regelt § 2a WpHG.⁶⁰⁰

Der Begriff des verbundenen Unternehmens ist im WpHG nicht definiert, es kann jedoch auf § 15 AktG zurückgegriffen werden⁶⁰¹. Danach sind verbundene Unternehmen alle Unternehmen, auf die das Wertpapierdienstleistungsunternehmen einen beherrschenden Einfluss ausüben kann oder die das Wertpapierdienstleistungsunternehmen beherrschen können, ferner Unternehmen, deren Gesellschafter oder Inhaber zu mindestens 50% identisch sind.⁶⁰²

b) Die einzelnen Verbote

(a) Verbot nicht interessengerechter Empfehlungen

Gem. § 32 Abs. 1 Nr. 1 WpHG ist es verboten, Kauf- oder Verkaufsempfehlungen zu geben, die nicht mit den Interessen des Kunden übereinstimmen.

Nicht interessengerechte Empfehlungen liegen beispielsweise vor, wenn einem Kunden, der eine sichere Anlage wünscht, der Abschluss von Finanztermingeschäften empfohlen wird.⁶⁰³

Auch ist das Interesse des Kunden dann verletzt, wenn in seinem Konto bzw. Depot etwa durch Empfehlungen eine unverhältnismäßig hohe Anzahl von

⁶⁰⁰ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.I.1.

⁶⁰¹ vgl. BaFin-Richtlinie Teil E, Nr. 1 Absatz 3; *Koller*, in: Assmann/ Schneider, § 32 WpHG, Rn. 1a, Fn. 4; *Schwark*, in: Schwark, § 32 WpHG, Rn. 3

⁶⁰² *Koller*, in: Assmann/ Schneider, § 32 WpHG, Rn. 1a; *Schwark*, in: Schwark, § 32 WpHG, Rn. 3

⁶⁰³ *Schwark*, in: Schwark, § 32 WpHG, Rn. 7

Geschäften veranlasst wird und die dadurch entstehenden Kosten im Verhältnis zum eingesetzten Kapital und dem erzielbaren Gewinn unangemessen hoch sind.⁶⁰⁴ Dieses sogenannte *Churning*, unter dem man „den durch das Interesse des Kunden nicht gerechtfertigten häufigen Umschlag eines Anlagekontos, durch den der Broker oder der Vermittler oder beide sich zu Lasten der Gewinnchancen des Kunden Provisionseinnahmen verschaffen“⁶⁰⁵, versteht, verstößt also, wenn es auf Empfehlungen beruht, gegen § 32 Abs. 1 Nr. 1 WpHG.⁶⁰⁶ Beruht *Churning* dagegen auf einer eigenen Anlageentscheidung eines Vermögensverwalters, so verstößt es nur gegen die Interessenwahrungspflicht gem. § 31 Abs. 1 WpHG.

Ebenso werden bestimmte Fälle des *Scalping* von Abs. 1 Nr. 1 erfasst. *Scalping* wird definiert als „der Kauf von Wertpapieren in Kenntnis der bevorstehenden Abgabe einer sie betreffenden Bewertung oder Empfehlung, um den dadurch verursachten Kursgewinn für sich auszunutzen“⁶⁰⁷. *Scalping* verstößt gegen § 32 Abs. 1 Nr. 1 WpHG nur, wenn die Empfehlung für den Kunden nachteilig ist, also dieser nur noch zu schlechteren Kursen erwerben kann.⁶⁰⁸

(b) Verbot preislenkender Empfehlungen

Gem. § 32 Abs. 1 Nr. 2 WpHG sind solche Kauf- oder Verkaufsempfehlungen verboten, deren Zweck darin besteht, Preise für Eigengeschäfte in eine bestimmte Richtung zu lenken.

Hier wird eine besondere Form der Marktmanipulation verboten. Die Vorschrift hat als Schutzgut in erster Linie die Integrität des Kapitalmarktes im

⁶⁰⁴ BaFin-Richtlinie Teil E, Nr. 1 Absatz 2

⁶⁰⁵ BGH WM 1995, 100, 101; BGH WM 1999, 2249, 2250; *Ellenberger*, WM 2001 Sonderbeilage 1, S. 2, 12; *Rössner/Arendts*, WM 1996, 1517, 1518

⁶⁰⁶ *Eisele*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, § 109 Rn. 46; *Schäfer*, in: *Schäfer*, § 32 WpHG, Rn. 5; *Schwark*, in: *Schwark*, § 32 WpHG, Rn. 8

⁶⁰⁷ LG Frankfurt NJW 2000, 301; *Schneider/Burgard*, ZIP 1999, 381, 382

⁶⁰⁸ *Schäfer*, in: *Schäfer*, § 32 WpHG, Rn. 6

Sinn, nicht den Schutz des einzelnen Kunden. Dies zeigt sich daran, dass keine nachteilige Betroffenheit von Kundeninteressen verlangt wird.⁶⁰⁹

Ein klassischer Fall der preislenkenden Empfehlung ist das oben genannte *Scalping*.⁶¹⁰ Allerdings ist es gem. § 32 Abs. 1 Nr. 2 WpHG nur dann verboten, wenn bei Abgabe der Empfehlung vorsätzliches Handeln in Bezug auf die manipulative Zweckrichtung vorliegt.

(c) Verbot nachteiliger Eigengeschäfte

Gem. § 32 Abs. 1 Nr. 3 WpHG sind Eigengeschäfte in Kenntnis von Kundenaufträgen verboten, wenn diese nachteilig für den Kunden sein könnten.

Damit verbietet § 32 Abs. 1 Nr. 3 WpHG das sog. Vor-, Mit- oder Gegenlaufen⁶¹¹, auch *Front-* oder *Parallelrunning* genannt⁶¹². Vorlaufen bzw. Mitlaufen bezeichnet den Fall, dass das Unternehmen vor bzw. parallel zur Ausführung eines Kundengeschäfts ein entsprechendes Eigengeschäft vornimmt. Erfasst ist also der Fall, dass das Unternehmen vor Ausführung einer größeren Anzahl ihm erteilter Verkaufsaufträge, die aller Voraussicht nach zu niedrigeren Kursen führen, noch schnell eigene Wertpapierbestände im Markt verkauft, so dass nun der Verkaufserlös des Kunden niedriger ausfällt, oder bei Kaufaufträgen des Kunden, die aller Voraussicht nach zu höheren Preisen führen, entsprechend eigene Bestände kauft, so dass der Kunde nun zu höheren Preisen kaufen muss.⁶¹³ Beim Gegenlaufen werden gezielt

⁶⁰⁹ Schwark, in: Schwark, § 32 WpHG, Rn. 10; Schäfer, in: Schäfer, § 32 WpHG, Rn. 8

⁶¹⁰ Eisele, in: Schimansky/ Bunte/ Lwowski, § 109 Rn. 47; Schwark, in: Schwark, § 32 WpHG, Rn. 11; Schäfer, in: Schäfer, § 32 WpHG, Rn. 6

⁶¹¹ BaFin-Richtlinie Teil E, Nr. 2 Absatz 1

⁶¹² Schwark, in: Schwark, § 32 WpHG, Rn. 14

⁶¹³ Kümpel, in: Schimansky/ Bunte/ Lwowski, § 104 Rn. 213; Kümpel, Wertpapierhandelsgesetz, S.180 f.

Gegenorders im Markt platziert, um eine günstige Auftrags- und Kurssituation herbeizuführen.⁶¹⁴

Insbesondere ist es verboten, sich im Hinblick auf eine künftig zu veröffentlichende Empfehlung mit Wertpapieren bzw. Derivaten einzudecken, um diese nach Veröffentlichung der Empfehlung Gewinn bringend zu veräußern. Für Verkäufe gilt entsprechendes. Wenn die Veröffentlichung schriftlicher Kundenempfehlungen oder bestimmter Research-Ergebnisse durch das Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen bevorsteht, dürfen Eigengeschäfte in den betroffenen Werten nicht vorgenommen werden, bevor die Kunden eine ausreichende Reaktionsmöglichkeit hatten. Eine ausreichende Reaktionsmöglichkeit ist grundsätzlich dann anzunehmen, wenn bei Vorliegen der schriftlichen Kundenempfehlung mindestens die Bereichsöffentlichkeit durch Veröffentlichung über ein bei Wertpapierdienstleistungsunternehmen, börsenzugelassenen Unternehmen und Versicherungsunternehmen weit verbreitetes elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem hergestellt worden ist. Ausnahmen von dieser Regel bestehen in den folgenden Fällen:

- es ist offensichtlich keine Preis- bzw. Kursbeeinflussung zu erwarten;
- es handelt sich um Geschäfte im Rahmen einer Market-Maker-Tätigkeit;
- es handelt sich um ein Geschäft zur Erfüllung einer Kundenorder, bei der das Wertpapierdienstleistungsunternehmen weder beratend noch als Vermögensverwalter tätig geworden ist;
- das Geschäft dient der Eindeckung, um nach der Veröffentlichung erwartete Orders erfüllen zu können, und beeinflusst den Kurs dadurch nicht zum Nachteil der Kunden;
- in der Veröffentlichung wird über mögliche Eigengeschäfte informiert.⁶¹⁵

Das Verbot von Empfehlungen und Eigengeschäften gilt insoweit nicht, als das Wertpapierdienstleistungsunternehmen hinreichende organisatorische

⁶¹⁴ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 32 WpHG, Rn. 11; Schwark, in: Schwark, § 32 WpHG, Rn. 14

⁶¹⁵ BaFin-Richtlinie Teil E, Nr. 2 Absatz 2

Vorkehrungen zur Verhinderung damit zusammenhängender Interessenkonflikte getroffen hat.⁶¹⁶

2. Verbote an Inhaber, Geschäftsleiter und Angestellte gem. § 32 Abs. 2 WpHG

§ 32 Abs. 2 WpHG:

„Den Geschäftsinhabern eines in der Rechtsform des Einzelkaufmannes betriebenen Wertpapierdienstleistungsunternehmens, bei anderen Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Personen, die nach Gesetz oder Gesellschaftsvertrag mit der Führung der Geschäfte des Unternehmens betraut und zu seiner Vertretung ermächtigt sind, sowie den Angestellten eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens, die mit der Durchführung von Geschäften in Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten, der Wertpapieranalyse oder der Anlageberatung betraut sind, ist es verboten,

1. Kunden des Wertpapierdienstleistungsunternehmens den Ankauf oder Verkauf von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten unter den Voraussetzungen des Absatzes 1 Nr. 1 oder zu dem Zweck zu empfehlen, für den Abschluss von Geschäften für sich oder Dritte Preise von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten in eine bestimmte Richtung zu lenken;
2. aufgrund der Kenntnis von einem Auftrag eines Kunden des Wertpapierdienstleistungsunternehmens zum Ankauf oder Verkauf von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten Geschäfte für sich oder einen Dritten abzuschließen, die Nachteile für den Auftraggeber zur Folge haben können.“

a) Adressatenkreis: Geschäftsinhaber, Geschäftsführer und bestimmte Angestellte

Adressaten der besonderen Verhaltenspflichten des § 32 Abs. 2 WpHG sind erstens Geschäftsinhaber von einzelkaufmännisch betriebenen Wertpapierdienstleistungsunternehmen, zweitens, bei anderen Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die Personen, die nach Gesetz oder Gesellschaftsvertrag geschäftsführungs- und vertretungsbefugt sind, und

⁶¹⁶ BaFin-Richtlinie Teil E, Nr. 2 Absatz 3

drittens sämtliche Angestellten, die mit der Durchführung von Geschäften in Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten, der Wertpapieranalyse oder der Anlageberatung betraut sind.

b) Die einzelnen Verbote

§ 32 Abs. 2 Nr. 1 WpHG enthält das Verbot nicht interessengerechter und preislenkender Empfehlungen entsprechend der Regelung des § 32 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpHG.⁶¹⁷

§ 32 Abs. 2 Nr. 2 WpHG verbietet nachteilige Eigengeschäfte entsprechend § 32 Abs. 1 Nr. 3 WpHG.⁶¹⁸

3. Verbote an Unternehmen mit Sitz im Ausland gem. § 32 Abs. 3 WpHG

§ 32 Abs. 3 WpHG:

„Die Absätze 1 und 2 gelten unter den in § 31 Abs. 3 bestimmten Voraussetzungen auch für Unternehmen mit Sitz im Ausland.“

§ 32 Abs. 3 WpHG erstreckt die Verbote nicht interessengerechter Empfehlungen, preislenkender Empfehlungen und nachteiliger Eigengeschäfte auch auf Wertpapierdienstleistungsunternehmen i.S.d. § 31 Abs. 3 WpHG mit Sitz im Ausland, die Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen mit Inlandsbezug erbringen, sowie auf deren Geschäftsinhaber, Geschäftsführer und Angestellte i.S.d. § 32 Abs. 2 WpHG.

Diese Ausdehnung auch auf Geschäftsführer und Angestellte ausländischer Unternehmen wird teilweise als gemeinschaftsrechtswidrig bezeichnet.⁶¹⁹ Im Ergebnis ist sie allerdings als zulässig anzusehen.⁶²⁰ Zwar gestattet Art. 11 Abs. 2 ISD die Überwachung der im Inland erbrachten Dienstleistungen ausländischer Wertpapierfirmen nur insoweit, als es um die von den

⁶¹⁷ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.VIII.1.b) (a) und (b)

⁶¹⁸ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.VIII.1.b) (c)

⁶¹⁹ so Koller, in: Assmann/ Schneider, § 32 WpHG, Rn. 19

⁶²⁰ Schwark, in: Schwark, § 32 WpHG, Rn. 19; Schäfer, in: Schäfer, § 32 WpHG,

Wertpapierfirmen einzuhaltenden Wohlverhaltensregeln geht, ansonsten gilt das Prinzip der Herkunftslandkontrolle gem. Art. 10 Abs. 1 ISD.⁶²¹ Allerdings erfordert die praktische Wirksamkeit der ISD, dass auch das Handeln von Geschäftsführern und Angestellten im Bezug auf oben genannte Verbote dem Inland obliegt.⁶²² Es wäre den Inlandskunden ansonsten kaum möglich, erfolgversprechend gegen das ausländische Unternehmen zu klagen, womit das Vertrauen der Anleger verloren gehen würde, das die ISD aber gerade stärken wollte.

4. Vergleich zur MIFID

Die MIFID regelt keine Verhaltensregeln, die sich (auch) an die Geschäftsinhaber, Geschäftsführer oder Angestellten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen richten. Die Wohlverhaltensregeln der MIFID gelten ausschließlich für Wertpapierfirmen und bestimmte Kreditinstitute.⁶²³

Im Hinblick auf das Prinzip der Maximalharmonisierung, das weitergehende nationale Regelungen verbietet⁶²⁴, werden diese Wohlverhaltensregeln für Geschäftsinhaber, Geschäftsführer und Angestellte von Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Zukunft nicht weiter bestehen dürfen.

Soweit der Inhalt der besonderen Verhaltensregeln des § 32 WpHG betroffen ist, hat die Vorschrift keine eigenständige Bedeutung gegenüber den Wohlverhaltensregeln des § 31 WpHG.⁶²⁵ Auch die MIFID kennt in den Durchführungsmaßnahmen gem. Art. 47 Abs. 3 DurchRiLiV⁶²⁶ ein ausdrückliches Verbot des Missbrauchs von Informationen⁶²⁷. Ein

⁶²¹ Koller, in: Assmann/ Schneider, § 32 WpHG, Rn. 19

⁶²² Schwark, in: Schwark, § 32 WpHG, Rn. 19 a.E.

⁶²³ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.I.1. und 2.

⁶²⁴ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, B.II.

⁶²⁵ siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.VIII.

⁶²⁶ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, C.XII.2.

⁶²⁷ Ursprünglich wollte die Kommission entgegen dem CESR-Vorschlag eine solche Regelung nicht aufnehmen, da die Marktmissbrauchsrichtlinie solche Sachverhalte regelt, vgl. Annex to Working Dokument ESC/24/2005, Comparative Table CESR Commission's dokument, Nr. XII, S. 7

ausdrückliches Verbot von Eigengeschäften vor der Veröffentlichung von Empfehlungen, wie es die BaFin-Richtlinie im Rahmen des Verbots nachteiliger Eigengeschäfte festschreibt⁶²⁸, hatte auch CESR vorgeschlagen⁶²⁹. Dieser Vorschlag wurde von der Kommission aber nicht übernommen, da hier die Marktmissbrauchsrichtlinie greife.⁶³⁰ In Bezug auf das sog. *Churning* findet sich in der MIFID keine ausdrückliche Regelung, liegt jedoch ein solches Verhalten vor, so ist die Transaktion nicht geeignet i.S.d. Art. 19 Abs. 4 MIFID.⁶³¹

C. Rechtsnatur der Wohlverhaltensregeln und Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Wohlverhaltensregeln

I. Rechtsnatur der Wohlverhaltensregeln

Um die Rechtsfolgen von Verstößen gegen die Wohlverhaltensregeln beurteilen zu können, ist es wichtig, eine Zuordnung der Wohlverhaltensregeln zum öffentlichen und/oder privaten Recht vorzunehmen.

1. Allgemeines

Die ISD ist als Richtlinie nur hinsichtlich der zu erreichenden Ziele verbindlich, die Umsetzung in nationales Recht bleibt den Mitgliedstaaten selbst überlassen.⁶³² Ob ein Regelwerk, das der Umsetzung von Europarecht in innerstaatliches Recht dient, öffentlich-rechtliche oder privatrechtliche Züge trägt, ist aus Sicht der EU unerheblich, sofern die Umsetzung einwandfrei ist.⁶³³ Daher konnte der nationale Gesetzgeber entweder eine

⁶²⁸ BaFin-Richtlinie Teil E, Nr. 2 Absatz 2; siehe Gliederungspunkt Kapitel 3, B.VIII.1.b) (c)

⁶²⁹ CESR-Vorschlag CESR/05-290b, Box 17, Nr. 5

⁶³⁰ vgl. Annex to Working Dokument ESC/24/2005, Comparative Table CESR Commission's dokument, Nr. XII, S. 7

⁶³¹ vgl. CESR-Vorschlag, CESR/05-290b, Box 10, Nr. 7 a.E.

⁶³² sog. „Grundsatz der Zielverbindlichkeit“ gem. Art. 249 Abs. 2 EG

⁶³³ Zuleeg, ZEuP 2001, 533, 536

aufsichtsrechtliche Ausgestaltung der Wohlverhaltensregeln wählen oder den mit den Wohlverhaltensregeln verfolgten Zweck über privatrechtliche Bestimmungen sicherstellen.⁶³⁴

2. Die Abgrenzungstheorien

Zur Abgrenzung zwischen öffentlichem und privatem Recht werden im wesentlichen drei Theorien herangezogen, die Interessentheorie, die Subordinationstheorie und die modifizierte Subjektstheorie (Sonderrechtstheorie).⁶³⁵

a) Interessentheorie

Nach der Interessentheorie ist zu fragen, welchem Interesse die einzuordnende Norm dient. Dient sie dem öffentlichen Interesse, so ist sie dem öffentlichen Recht zuzuordnen, dient sie dem Individualinteresse, dann ist sie dem privaten Recht zuzuordnen.⁶³⁶

Zum einen dienen die Wohlverhaltensregeln dem Funktionsschutz der Kapitalmärkte⁶³⁷, also einem öffentlichen Interesse. Dies macht sie, nach der Interessentheorie, zu öffentlich-rechtlichen Vorschriften.⁶³⁸

Zum zweiten dienen die Wohlverhaltensregeln aber auch dem individuellen Anlegerschutz⁶³⁹, also einem Individualinteresse. Somit sind sie, nach der Interessentheorie, ebenso privatrechtliche Vorschriften.

⁶³⁴ vgl. *Schwark*, in: *Schwark*, vor § 31 WpHG, Rn. 6; *Lang*, Informationspflichten, § 6 Rn. 1, 4

⁶³⁵ vgl. *Maurer*, § 3 Rn. 14 ff.; *Ehlers*, in: *Erichsen/ Ehlers*, § 2 Rn. 14 ff.

⁶³⁶ *Maurer*, § 3 Rn. 15; *Ehlers*, in: *Erichsen/ Ehlers*, § 2 Rn. 15

⁶³⁷ BT-Drs. 12/7918, S. 97; Erwägungsgründe 2, 41 und 42 der ISD; *Koller*, in: *Assmann/ Schneider*, Vor § 31 WpHG, Rn. 9; *Schwark*, in: *Schwark*, vor § 31 WpHG, Rn. 4

⁶³⁸ *Schwark*, in: *Schwark*, vor § 31 WpHG, Rn. 7 a.E.; *Lang*, Informationspflichten, § 6 Rn. 9; *Döhmel*, in: *Vortmann*, § 4 Rn. 16, 17; zur Interessentheorie als Merkmal der Abgrenzung zwischen öffentlichem und privatem Recht siehe *Maurer*, *Allgemeines Verwaltungsrecht*, § 3 Rn. 15

b) Subordinationstheorie

Die Subordinationstheorie unterscheidet nach dem Verhältnis der Beteiligten zueinander. Eine öffentlich-rechtliche Norm betrifft danach ein Über- bzw. Unterordnungsverhältnis der Beteiligten, eine privatrechtliche Norm ist durch ein Gleichordnungsverhältnis gekennzeichnet.⁶⁴⁰

Die Wohlverhaltensregeln sind Pflichten, die ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen in erster Linie gegenüber seinen Kunden zu erfüllen hat, so hat es die Interessen des Kunden zu wahren (§ 31 Abs. 1 WpHG), den Kunden zu informieren (§ 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG), oder darf dem Kunden bestimmte Empfehlungen nicht geben (§ 32 WpHG). Dass es bei den Wohlverhaltensregeln um das Verhältnis von Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Kunde geht, impliziert auch § 37a WpHG, der die Verjährung von Ansprüchen des Kunden gegen das Wertpapierdienstleistungsunternehmen auf Schadensersatz wegen Verletzung der Pflicht zur Information und wegen fehlerhafter Beratung im Zusammenhang mit einer Wertpapierdienstleistung oder Wertpapiernebenendienstleistung regelt. Wenn § 37a WpHG die Verjährung von Schadensersatzansprüchen regelt für die Verletzung von Pflichten wie sie auch die Wohlverhaltensregeln vorschreiben, dann geht diese Vorschrift offenbar davon aus, dass die Wohlverhaltensregeln privatrechtliche Pflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen gegenüber den Kunden regeln, denn nur die Verletzung solcher privatrechtlicher Pflichten führt zu Schadensersatzansprüchen. Das Verhältnis von Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Kunde zueinander ist aber nicht durch Über- und Unterordnung gekennzeichnet, sondern diese Beteiligten stehen sich in einem

⁶³⁹ BT-Drs. 12/7918, S. 97; Erwägungsgründe 2, 41 und 42 der ISD; *Koller*, in: Assmann/ Schneider, Vor § 31 WpHG, Rn. 11; *Schwark*, in: Schwark, vor § 31 WpHG, Rn. 4

⁶⁴⁰ *Maurer*, § 3 Rn. 16; *Ehlers*, in: Erichsen/ Ehlers, § 2 Rn. 16

Gleichordnungsverhältnis gegenüber. Nach der Subordinationstheorie stellen die Wohlverhaltensregeln damit privatrechtliche Vorschriften dar.⁶⁴¹

Liest man §§ 31, 32 WpHG allerdings im Zusammenhang mit den §§ 4, 35, 36 und 36a WpHG, so ergibt sich, dass die Einhaltung der Wohlverhaltensregeln durch die BaFin überwacht wird und der BaFin diesbezüglich auch gewisse Aufsichtskompetenzen zustehen. Damit kann die BaFin durchaus als Beteiligte der Wohlverhaltensregeln i.S.d. Subordinationstheorie angesehen werden. Das Verhältnis zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen und BaFin ist jedoch ein Über-/Unterordnungsverhältnis. Danach wären die Wohlverhaltensregeln nach der Subordinationstheorie ebenfalls öffentlich-rechtliche Vorschriften.⁶⁴²

c) Modifizierte Subjektstheorie bzw. Sonderrechtstheorie

Die modifizierte Subjektstheorie oder Sonderrechtstheorie ordnet dem öffentlichen Recht diejenigen Normen zu, die einen Träger hoheitlicher Gewalt berechtigen oder verpflichten. Dem Privatrecht werden Normen zugeordnet, die für jedermann gelten.

Wie bereits oben erläutert, regelt § 31 WpHG Pflichten des Wertpapierdienstleistungsunternehmens gegenüber seinen Kunden. Ein Träger hoheitlicher Gewalt wird in § 31 WpHG weder berechtigt noch verpflichtet. Damit führt die modifizierte Subjektstheorie oder Sonderrechtstheorie zu einer privatrechtlichen Einordnung der Wohlverhaltensregeln.

3. Sonstige Argumente

⁶⁴¹ Leisch, S. 15

⁶⁴² Lang, Informationspflichten, § 6 Rn. 7; Bliesener, S. 113; Leisch, S. 15; Schwark, in: Schwark, vor § 31 WpHG, Rn. 7 a.E.; Wieneke, S. 75; Wymeersch, Implementation of the ISD and CAD, S. 36; ähnlich Lange, Informationspflichten, S. 300 f., der jedoch mehr auf die Richtlinienkompetenz der Aufsichtsbehörde abstellt

Auch außerhalb der drei üblichen Abgrenzungstheorien finden sich Argumente, die für eine Einordnung der Wohlverhaltensregeln ins öffentliche Recht⁶⁴³ sprechen.

Zum einen spricht für eine Zuordnung zum öffentlichen Recht, dass die ISD als europarechtlicher Ursprung der Wohlverhaltensregeln diese als Aufsichtsrecht beabsichtigte⁶⁴⁴, nämlich als zu überwachende Mindestpflichten der Wertpapierfirmen. Der deutsche Gesetzgeber hat sich bei der Umsetzung der ISD sehr stark an dem einschlägigen Art. 11 ISD orientiert, indem er gewisse Passagen nahezu wörtlich übernahm.⁶⁴⁵ Daraus könnte man folgern, dass der deutsche Gesetzgeber hier öffentlich-rechtliche Vorschriften erlassen wollte.

Ein weiteres Argument für den öffentlich-rechtlichen Charakter der Wohlverhaltensregeln ist, dass auch die sonstigen Vorschriften des WpHG öffentlich-rechtlicher Natur sind. Insbesondere die in engem Zusammenhang mit §§ 31, 32 WpHG stehenden §§ 33, 34 WpHG, die Organisationspflichten und Aufzeichnungspflichten normieren, sind unumstritten als öffentlich-rechtliche Normen zu qualifizieren⁶⁴⁶. Aus diesem systematischen Kontext heraus liegt eine Zuordnung zum öffentlichen Recht nahe.⁶⁴⁷

Für eine privatrechtliche Einordnung der Vorschriften spricht, dass mit der Einführung der Wohlverhaltensregeln lediglich gesetzlich festgeschrieben wurde,

⁶⁴³ Die Einordnung ins öffentliche Recht nehmen auch vor: BGH WM 2001, 1758, 1760; *Horn*, ZBB 1997, 139, 149; *derselbe*, WM 1999, 1, 5; *Lang*, WM 2000, 450, 455; *Bliesener*, S. 112 f.; *Köndgen*, NJW 1996, 558, 569 Fn. 192; *derselbe*, ZBB 1996, 360, 361; *Lang*, Informationspflichten, S. 120; *Koller*, in: Assmann/Schneider, Vor § 31 WpHG, Rn. 17; *Schäfer*, in: Schäfer, Vor § 31 WpHG, Rn. 8; *Schwark*, in: Schwark, vor § 31 WpHG, Rn. 7; *Gaßner/Escher*, WM 1997, 93, 94; *Wieneke*, S. 87, 208; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, spricht einerseits von überwiegend aufsichtsrechtlicher Natur, 8.238, andererseits von ambivalenten Normen, mit Merkmalen einer öffentlich-rechtlichen und privatrechtlichen Norm, 8.242

⁶⁴⁴ *Lange*, Informationspflichten, S. 300; *Leisch*, S. 94

⁶⁴⁵ *Lang*, Informationspflichten, § 6 Rn. 2; *Wieneke*, S. 78

⁶⁴⁶ *Lange*, Informationspflichten, S. 301; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 8.244

⁶⁴⁷ *Schwark*, in: Schwark, vor § 31 WpHG, Rn. 7 a.E.; *Lang*, Informationspflichten, § 6 Rn. 6; *Wieneke*, S. 81

was Literatur und Rechtsprechung bereits als vorvertragliche und vertragliche Nebenpflichten entwickelt hatten.⁶⁴⁸

Entgegen der Ansicht von Lange⁶⁴⁹ spricht auch nicht die Richtlinienkompetenz der Aufsichtsbehörde, der BaFin, gem. § 35 Abs. 6 WpHG gegen die Konkretisierungswirkung der §§ 31, 32 WpHG. Die Richtlinie stellt eine norminterpretierende Verwaltungsvorschrift dar, die keine Bindungswirkung nach außen entfaltet. Daher ist die BaFin nicht, wie Lange meint, zur Konkretisierung einer zivilrechtlichen Norm befugt, sondern legt lediglich ihre Interpretation der §§ 31, 32 WpHG in einer Richtlinie nieder, um für den Bereich des Aufsichtsrechts mehr Klarheit zu schaffen. Die Gerichte sind an die Interpretation der BaFin nicht gebunden.

4. Ergebnis

In der Gesamtschau führen diese Theorien zu keiner klaren Zuordnung des § 31 WpHG zum öffentlichen oder privaten Recht. Vielmehr ergibt sich, dass § 31 WpHG sowohl dem öffentlichen, als auch dem privaten Recht zugeordnet werden kann.

Hieraus wird vielfach der Schluss gezogen, dass die Wohlverhaltensregeln grundsätzlich öffentlich-rechtlicher Natur sind, ihnen aber eine Ausstrahlungswirkung auf die vertraglich geschuldeten zivilrechtlichen Verpflichtungen zukommt⁶⁵⁰, die sich aus ihrer anlegerschützenden Funktion

⁶⁴⁸ Horn, ZBB 1997, 139, 149 f.; derselbe, WM 1999, 1, 5; Balzer, ZBB 1997, 260, 262; Lang, WM 2000, 450, 455; derselbe, Informationspflichten, § 6 Rn. 16; Schwennicke, WM 1998, 1101, 1102; van Look, in: Vortmann, § 1 Rn. 27a

⁶⁴⁹ Lange, Informationspflichten, S. 304

⁶⁵⁰ BGHZ 142, 345, 356; Elster, S. 215 a. E.; Koller, in: Assmann/ Schneider, Vor § 31 WpHG, Rn. 19; Schwark, in: Schwark, vor § 31 WpHG, Rn. 8; Schäfer, in: Schäfer, Vor § 31 WpHG, Rn. 8; Balzer, ZBB 1997, 260, 262; Horn, ZBB 1997, 139, 149 f., Möllers/ Ganten, ZGR 1998, 773, 806; Schwennicke, WM 1998, 1101, 1102; Roth, in: Assmann/ Schütze, § 12 Rn. 14; Döhmle, in: Vortmann, § 4 Rn. 17; a.A. Lange, Informationspflichten, S. 308 f., der den §§ 31, 32 WpHG keine Bedeutung für die zivilrechtliche Beziehung zwischen dem Wertpapierdienstleister und einem Anleger beimisst

ergibt.⁶⁵¹ Konsequenterweise sind die Wohlverhaltensregeln jedoch als öffentlich-rechtliche *und* privatrechtliche Normen einzustufen, sie weisen eine Doppelnatur⁶⁵² auf.

Im Ergebnis ist also festzuhalten, dass § 31 WpHG eine öffentlich-rechtliche und zugleich eine privatrechtliche Norm darstellt.⁶⁵³

5. Vergleich zur MIFID

Die Wohlverhaltensregeln der MIFID verfolgen, wie bereits die bestehenden deutschen Wohlverhaltensregeln sowohl den Zweck des Funktionsschutzes des Kapitalmarktes, wie auch den Zweck des individuellen Anlegerschutzes.⁶⁵⁴

Auch regeln die Wohlverhaltensregeln der MIFID einerseits öffentlich zu überwachende Pflichten, andererseits detailliert das Verhältnis von Wertpapierfirma und Kunde zueinander. Insgesamt kommt jedoch durch die sehr viel detailliertere Neuregelung der Wohlverhaltensregeln die privatrechtliche Komponente stärker zum Tragen.

Für die Frage der Rechtsnatur der Wohlverhaltensregeln bedeutet dies, dass die hier vertretene Auffassung von der Doppelnatur der Wohlverhaltensregeln weiterhin Bestand haben kann. Die Auffassungen, die davon ausgehen, dass die Wohlverhaltensregeln öffentlich-rechtlicher Natur sind, und nur eine irgendwie geartete Ausstrahlungswirkung auf das Zivilrecht haben, werden zumindest die privatrechtliche Komponente stärker betonen müssen, wenn nicht sogar soweit, dass auch sie eine Doppelnatur der Wohlverhaltensregeln annehmen.

II. Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Wohlverhaltensregeln

1. Aufsichtsrechtliche Rechtsfolgen

⁶⁵¹ Wieneke, S. 93; Wymeersch, Implementation of the ISD and CAD, S. 36

⁶⁵² zur Möglichkeit der Doppelnatur von Normen eingehend Leisch, S. 44 ff.

⁶⁵³ Leisch, S. 94; Reich, WM 1997, 1601, 1603 f.

⁶⁵⁴ siehe Gliederungspunkt Kapitel 2, B.I.

Die Einhaltung der Wohlverhaltensregeln durch die Wertpapierdienstleistungsunternehmen wird gem. §§ 4 Abs. 1 Satz 1, 35 WpHG von der BaFin überwacht.

Im Rahmen dieser Überwachungstätigkeit kann die BaFin Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen verlangen, sowie Prüfungen ohne besonderen Anlass vornehmen. Außerdem steht ihr ein Betretungsrecht zu, vgl. § 35 Abs. 1 – 3 WpHG. Unbeschadet der Überwachungstätigkeit der BaFin ist die Einhaltung der Wohlverhaltensregeln einmal jährlich durch einen geeigneten Prüfer zu prüfen, § 36 Abs. 1 Satz 1 WpHG.⁶⁵⁵

Zur einheitlichen Beurteilung der Anwendung der Wohlverhaltensregeln dient der BaFin die gem. § 35 Abs. 6 WpHG erlassene Richtlinie.⁶⁵⁶ Diese Richtlinie enthält weder Rechtsnormen noch Verwaltungsakte⁶⁵⁷, sondern stellt eine norminterpretierende Verwaltungsvorschrift⁶⁵⁸ dar. An ihre Nichtbeachtung sind deshalb keine unmittelbaren Rechtsfolgen geknüpft⁶⁵⁹, allerdings liegt ein Verstoß gegen die betreffende Wohlverhaltensregel des § 31 oder 32 WpHG nahe⁶⁶⁰.

Ein Verstoß gegen die Wohlverhaltensregeln ist weder als Straftat, noch als Ordnungswidrigkeit gem. §§ 38, 39 WpHG sanktioniert. Allerdings kann ein solcher Verstoß einen Missstand i.S.d. § 4 Abs. 1 WpHG darstellen⁶⁶¹, zu dessen Beseitigung oder Verhinderung die BaFin gem. § 4 Abs. 1 Satz 3 WpHG geeignete und erforderliche Anordnungen treffen kann. Allerdings

⁶⁵⁵ Nähere Bestimmungen über Art, Umfang und Zeitpunkt der Prüfung enthält die Wertpapierdienstleistungs-Prüfungsverordnung - WpDPV vom 16.12.2004 (in Kraft seit 1.1.2005), BGBl. I S. 3515.

⁶⁵⁶ *Bliesener*, S. 126

⁶⁵⁷ *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 11.468, 16.646 u. 18.93; *Köndgen*, ZBB 1996, 361; *Reich*, WM 1997, 1601, 1608

⁶⁵⁸ *Schäfer*, in: Schäfer, Vor § 31 WpHG, Rn. 6 a.E.; *Bliesener*, S. 126

⁶⁵⁹ *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 11.468, 16.646 u. 18.93

⁶⁶⁰ Die Gerichte sind bei der Auslegung der §§ 31, 32 WpHG nicht an die Richtlinie gebunden, vgl. *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 16.648. Sie werden sich jedoch daran orientieren, vgl. *Köndgen*, ZBB 1996, 361.

⁶⁶¹ detailliert zum Tatbestand des „Missstands“ i.S.d. § 4 Abs. 1 WpHG siehe *Bliesener*, S. 118 - 122

ergibt sich gerade im Hinblick auf die §§ 31, 32 WpHG die Schwierigkeit, geeignete Anordnungen zu finden.⁶⁶² Eine einem Anleger gegenüber im Einzelfall verletzte Wohlverhaltenspflicht kann durch die BaFin nicht beseitigt werden, dies kann nur ein Schadensersatzanspruch des betroffenen Kunden gegenüber dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen leisten. Bei wiederholten Verstößen gegen die Wohlverhaltensregeln kann die BaFin z.B. Änderungen der Arbeitsanweisungen des betroffenen Wertpapierdienstleistungsunternehmens verlangen.

2. Zivilrechtliche Rechtsfolgen

a) Schadensersatzanspruch gem. § 280 Abs. 1 BGB

In seiner privatrechtlichen Ausprägung normiert § 31 WpHG gesetzliche Nebenpflichten i.S.d. § 241 Abs. 2 BGB, die im Rahmen des Wertpapierdienstleistungsvertrags zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Kunde bestehen. § 32 WpHG normiert ebenfalls solche Nebenpflichten, soweit sich die Vorschrift an das Wertpapierdienstleistungsunternehmen als Vertragspartner des Kunden wendet. Im vorvertraglichen Bereich stellen diese Wohlverhaltensregeln Schutzpflichten i.S.d. §§ 311 Abs. 2, 241 Abs. 2 BGB dar.⁶⁶³

⁶⁶² vgl. *Leisch*, S. 82 f.

⁶⁶³ von einer Konkretisierung (vor-)vertraglicher Pflichten durch die §§ 31, 32 WpHG sprechen *Schwark*, in: Bankrechtstag 1995, S. 109, 120 f.; *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, § 1 Rn. 31; *Koller*, in: *Assmann/Schneider*, Vor § 31 WpHG, Rn. 19; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 16.434 f.; *derselbe*, WM 1995, 689, 694; *Roth*, in: *Assmann/Schütze*, § 12 Rn. 14; *Horn*, ZBB 1997, 139, 149 f.; *derselbe*, WM 1999, 1, 5; *Balzer*, ZBB 1997, 260, 262; *derselbe*, WM 2000, 441, 443; *Lang*, WM 2000, 450, 455; *derselbe*, AcP 201 (2001), 451, 520 f.; *Schwennicke*, WM 1998, 1101, 1102; *Drygala*, ZHR 159 (1995), 687, 720; *Köndgen*, ZBB 1996, 361; *derselbe*, NJW 1996, 558, 569; *Reich*, WM 1997, 1601, 1604; *Gaßner/Escher*, WM 1997, 93, 94, 96, 98; *Schulte-Nölke*, DStR 1995, 1798, 1800; *Döhmel*, in: *Vortmann*, § 4 Rn. 17; *Wieneke*, S. 208;

Ein Verstoß sowohl gegen eine solche gesetzliche Nebenpflicht aus §§ 31, 32 WpHG, wie auch gegen eine vorvertragliche Schutzpflicht aus §§ 31, 32 WpHG, kann zu einem Schadensersatzanspruch des Kunden gegen das Wertpapierdienstleistungsunternehmen gem. § 280 Abs. 1 BGB führen.

b) Schadensersatzanspruch gem. § 823 Abs. 2 BGB

Nach Ansicht derer, die den Wohlverhaltensregeln nur eine Ausstrahlungswirkung auf das Privatrecht zugestehen, kann bei einem Verstoß gegen die Wohlverhaltensregeln der betroffene Anleger einen Schadensersatzanspruch gem. § 823 Abs. 2 BGB gegen die Wertpapierfirma haben, da die §§ 31, 32 WpHG Schutzgesetze i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB darstellen.⁶⁶⁴ Für das Vorliegen eines Schutzgesetzes ist maßgebend, dass die betreffende Vorschrift dem Schutz von Individualinteressen zu dienen bestimmt ist. Dabei muss der Individualschutz keineswegs der ausschließliche Zweck der Vorschrift sein, sondern es reicht aus, wenn auch

von einer Kodifizierung vertraglicher Pflichten durch die §§ 31, 32 WpHG sprechen *van Look*, in: Vortmann, § 1 Rn. 27; *Bliesener*, S. 106 f.; *Waldeck*, in: Cramer/Rudolph, S. 647, 652

⁶⁶⁴ *Schwark*, in: Schwark, vor § 31 WpHG, Rn. 9; *Assmann*, in: Assmann/ Schütze, § 1 Rn. 31; *Koller*, in Assmann/ Schneider, Vor § 31 WpHG, Rn. 17; *Schwark*, in: Bankrechtstag 1995, S. 122 f.; *Roth*, in: Assmann/ Schütze, § 12 Rn. 14; *Lang*, Informationspflichten, § 6 Rn. 20, 30; *derselbe*, WM 2000, 450, 455; *Schäfer*, in: Schäfer, Vor § 31 WpHG Rn. 9; *von Heymann*, in: Assmann/ Schütze, § 5 Rn. 118 (für § 31 Abs. 2 WpHG); *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 160; *Horn*, WM 1999, 1, 5; *Balzer*, ZBB 1997, 260, 263; *Köndgen*, ZBB 1996, 361; *derselbe*, NJW 1996, 558, 569; *Reich*, WM 1997, 1601, 1604; *Gaßner/ Escher*, WM 1997, 93, 94, 96, 98; *Schulte-Nölke*, DStR 1995, 1798, 1800; *Schödermeier*, WM 1995, 2053, 2054 f.; *van Look*, in: Vortmann, § 1 Rn. 26; noch unentschlossen, aber dazu tendierend: *Horn*, ZBB 1997, 139, 149 f.; differenzierend *Wieneke*, S. 103, der § 32 WpHG als Schutznorm qualifiziert, nicht dagegen § 31 WpHG, mit der Begründung, dass § 31 WpHG vermögensbezogene Pflichten regelt, die nicht unabhängig von einer Sonderbeziehung bestehen, und damit deliktsrechtlich nicht relevant ist, sondern vertragsrechtlich; **a.A.** *Schwennicke*, WM 1998, 1101, 1102

Individualinteressen geschützt werden sollen.⁶⁶⁵ Die §§ 31, 32 WpHG dienen zumindest auch dem individuellen Anlegerschutz, also dem Schutz der Interessen des einzelnen Kunden und nicht ausschließlich dem Schutz der Interessen der Allgemeinheit.⁶⁶⁶ Dies ergibt sich daraus, dass Art. 11 ISD, der durch die §§ 31, 32 WpHG in deutsches Recht umgesetzt wurde, den Anlegerschutz zum erklärten Ziel hatte⁶⁶⁷, und auch der deutsche Gesetzgeber dieses Ziel verfolgte⁶⁶⁸. Soweit man also die Ansicht vertritt, dass die §§ 31, 32 WpHG keine privatrechtlichen Vorschriften sind, die Nebenpflichten eines Wertpapierdienstleistungsvertrags normieren, ist deren Qualifizierung als Schutzgesetze durchaus zuzustimmen.

Für die hier vertretene Auffassung ist nur § 32 WpHG als Schutzgesetz anzusehen, soweit er sich nicht an Wertpapierdienstleistungsunternehmen richtet.

c) Deliktische Verkehrspflichten

Nach anderer Ansicht, die ebenfalls eine privatrechtliche Einordnung der Wohlverhaltensregeln ablehnt, stellen die Wohlverhaltensregeln deliktische Verkehrspflichten dar⁶⁶⁹, deren Verletzung zu einem Schadensersatzanspruch gem. § 826 BGB führen kann.

Als Verkehrspflicht bezeichnet man die Verpflichtung desjenigen, der eine Gefahrenquelle für andere schafft oder unterhält, alle geeigneten und

⁶⁶⁵ *Wagner*, in: Münchener Kommentar, § 823 BGB, Rn. 340; vgl. auch *Sprau*, in: Palandt, § 823 BGB, Rn. 57; BGHZ 12, 146, 148 = NJW 1954, 675; BGHZ 106, 204, 206 = NJW 1989, 974; *Wieneke*, S. 98

⁶⁶⁶ *Döhmel*, in: Vortmann, § 4 Rn. 17; *Wieneke*, S. 98; *Balzer*, ZBB 1997, 260, 263; *Schödermeier*, WM 1995, 2053, 2055

⁶⁶⁷ vgl. die Erwägungsgründe 2, 5, 32, 41 und 42 zur ISD; *Elster*, S. 214 f.

⁶⁶⁸ Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drs. 12/7918, S. 100

⁶⁶⁹ *Horn*, ZBB 1997, 139, 150; *derselbe*, WM 1999, 1, 5; *Balzer*, ZBB 1997, 260, 264 f.; *Schäfer*, in: Schäfer, vor § 31 WpHG, Rn. 13; *Lang*, WM 2000, 450, 456; *von Heymann*, in: Assmann/ Schütze, § 5 Rn. 118

zumutbaren Maßnahmen zu ergreifen, um die hiervon ausgehenden Gefahren nicht wirksam werden zu lassen.⁶⁷⁰

Als Zurechnungsgrund für die Annahme einer Verkehrspflicht kann die Übernahme einer Aufgabe herangezogen werden.⁶⁷¹ Die Verkehrspflicht liegt inhaltlich dann darin, sich bei der Durchführung der übernommenen Tätigkeit fehlerfrei zu verhalten.

In diesem Sinne kann die Erbringung einer Wertpapierdienstleistung (z.B. Kauf / Verkauf von Aktien) als Übernahme einer Tätigkeit angesehen werden, die dazu führt, dass eine wie oben beschriebene Verkehrspflicht des Übernehmenden entsteht, deren Inhalt sich an den §§ 31, 32 WpHG orientiert.⁶⁷²

Verkehrspflichten gibt es, entgegen einer Ansicht in der Literatur⁶⁷³, nicht nur zum Schutz der in § 823 Abs. 1 BGB genannten Rechtsgüter, sondern auch zum Schutze des Vermögens, soweit dieses deliktsrechtlich wie z.B. in § 826 BGB geschützt ist.⁶⁷⁴ Dies ist wichtig für den Bereich der Wertpapierdienstleistungen, denn eine Verletzung diesbezüglicher Verkehrspflichten hat immer Auswirkung auf das Vermögen des Anlegers.

Somit kommt § 826 BGB als Anspruchsgrundlage eines Schadensersatzanspruches des Anlegers in Betracht. Die Rechtsprechung hat diese Vorschrift z.B. herangezogen, um Geschäftsführer juristischer Personen in Haftung zu nehmen, bei denen vertragliche Ansprüche ausschieden, weil sie selbst nicht Vertragspartner waren bzw. werden sollten.⁶⁷⁵ Ein vorsätzliche

⁶⁷⁰ *Larenz/Canaris*, SchR II/2, § 76 III, S. 400; BGHZ 5, 378, 380 f.; BGHZ 14, 83, 85; BGHZ 34, 206, 209; BGHZ 65, 221, 224; BGH NJW 1990, 1236

⁶⁷¹ *Larenz/Canaris*, SchR II/2, § 76 III 1b und 3 b; vgl. RGZ 102, 372 („Milzbrandfall“)

⁶⁷² *Balzer*, ZBB 1997, 260, 264; *Lang*, Informationspflichten, § 6 Rn. 34

⁶⁷³ *Steffen*, VersR 1980, 409; *van Look*, in: Vortmann, § 1 Rn. 62

⁶⁷⁴ *Larenz/Canaris*, SchR II/2, § 76 III 2c; *Balzer*, ZBB 1997, 260, 265; *Lang*, Informationspflichten, § 6 Rn. 35

⁶⁷⁵ BGH WM 1982, 738, 739; BGH WM 1982, 1374 f.; BGH WM 1983, 554 f.; BGH WM 1984, 961 f.; BGH WM 1986, 734 f.; BGH WM 1988, 291 ff.; OLG Düsseldorf WM 1989, 45 ff.; BGH WM 1994, 453 ff.; *Häuser/Welter*, in: Assmann/Schütze, § 16 Rn. 307 - 313

sittenwidrige Schädigung wurden in den Fällen angenommen, in denen der Geschäftsführer einer Anlagevermittlungsgesellschaft vorsätzlich verhindert hatte, dass die Gesellschaft ihren Aufklärungspflichten gegenüber dem Anleger nachkam.⁶⁷⁶ Die Sittenwidrigkeit wurde darin gesehen, dass der Schädiger durch sein Ansehen oder seinen Beruf eine Vertrauensstellung einnahm, weshalb auch leichtfertiges oder gewissenloses Handeln genügte, um die Sittenwidrigkeit zu bejahen.⁶⁷⁷ Der Schädigungsvorsatz ist davon unabhängig zu prüfen. Er kann trotz Leichtfertigkeit durchaus fehlen.⁶⁷⁸

d) Berufshaftung

Die Literatur diskutiert, ob durch die Wohlverhaltensregeln eine Berufshaftung für Wertpapierdienstleistungsunternehmen geschaffen wurde.⁶⁷⁹ Dies setzt jedoch voraus, dass das Institut der Berufshaftung⁶⁸⁰ als eigenständiger anspruchsbegründender Tatbestand überhaupt anzuerkennen ist.⁶⁸¹ Für eine eigenständige Berufshaftung spricht, dass eine Haftung von Experten, die unter Berufung auf ihre berufliche Sachkunde am Markt auftreten, plausibel und gerechtfertigt erscheint.⁶⁸² Dies führt zwangsläufig zur Annahme berufsspezifischer Verhaltenspflichten und einer Ausweitung der Haftung von Professionellen. Aus Gründen der Gerechtigkeit und zur Vermeidung von konstruierten Verträgen mit fiktiven Willenserklärungen bietet sich daher die

⁶⁷⁶ vgl. BGH ZIP 2001, 2274 = WM 2001, 2313, dazu *Schäfer*, EWiR 2002, 199;

BGH ZIP 2001, 2276, dazu *von Buttlar*, EWiR 2002, 201; BGH ZIP 1999, 486 = WM 1999, 450, dazu *Tilp*, EWiR 1999, 351 und *Oechsler*, WuB IV A. § 826 BGB 2.99

⁶⁷⁷ BGHZ 10, 228, 233; BGH WM 1962, 933, 934; BGH WM 1966, 1150; vgl.

Balzer, ZBB 1997, 260, 265; *Lang*, Informationspflichten, § 6 Rn. 36

⁶⁷⁸ *Larenz/Canaris*, SchR II/2, § 78 II 2d, vgl. auch *Lang*, Informationspflichten, § 6 Rn. 36 a.E.; *Balzer*, ZBB 1997, 260, 265

⁶⁷⁹ *Lang*, Informationspflichten, § 6 Rn. 38 ff.; *Balzer*, ZBB 1997, 260, 263

⁶⁸⁰ grundlegend zur Berufshaftung *Hopt*, AcP 183 (1983), 608 ff.; *Lang*, AcP 201 (2001), 451 ff.; *Grunewald*, JZ 1982, 627 ff.

⁶⁸¹ *Lang*, Informationspflichten, § 5 Rn. 27

⁶⁸² *Lang*, Informationspflichten, § 5 Rn. 27

Annahme einer eigenständigen Berufshaftung an.⁶⁸³ Bei näherer Betrachtung zeigt sich jedoch, dass die Professionalität kein pflichtenbegründendes, sondern ein pflichtenverstärkendes Element darstellt.⁶⁸⁴ Allein die Tätigkeit der Berufsausübung kann keinen Haftungsgrund darstellen,⁶⁸⁵ hierdurch werden einerseits Personen nicht erfasst, deren Haftung nach den zugrundeliegenden Überlegungen wünschenswert wäre, andererseits ist die Abgrenzung der haftenden Personen unklar⁶⁸⁶. Damit ist eine eigenständige Berufshaftung abzulehnen.⁶⁸⁷

e) Nichtigkeit nach § 134 BGB

Ein Verstoß gegen die §§ 31, 32 WpHG könnte zur Nichtigkeit des Vertrages gem. § 134 BGB führen, der bestimmt, dass Rechtsgeschäfte, die gegen ein gesetzliches Verbot verstoßen, nichtig sind, es sei denn, aus dem Verbot ergibt sich ein anderes.

Ein Verbotsgesetz kann sich zum einen wegen des Vertragsinhalts, zum anderen wegen der Umstände des Vertragsschlusses gegen die Wirksamkeit des Vertrages richten.⁶⁸⁸ Jedenfalls stellt eine Norm nur dann ein Verbotsgesetz

⁶⁸³ *Grunewald*, JZ 1982, 627, 631

⁶⁸⁴ *Larenz/Canaris*, SchR II/2, § 76 III 3b; *van Look*, in: Vortmann, § 1 Rn. 60 a. E.; *Thüsing/Schneider*, JA 1996, 807, 809 f.

⁶⁸⁵ *Bydlinski*, AcP 188 (1988), 447, 464; *van Look*, in: Vortmann, § 1 Rn. 60

⁶⁸⁶ *Ebenroth/Daum*, WM 1992, Sonderbeil. 5, S. 17

⁶⁸⁷ *Zugehör*, NJW 2000, 1601, 1602, der eine eigenständige Berufshaftung ablehnt, aber den Begriff „Berufshaftung“ im Rahmen vertraglicher und deliktischer Haftung verwendet; *Picker*, JZ 1987, 1041, 1046 mit der Begründung, dass eine eigenständige Berufshaftung, die ja nur Berufsträger erfasse, nicht alle lösungsbedürftigen Fälle erfasse und damit zu eng sei; *derselbe*, AcP 183 (1983), 369, entwickelt ein System der „Sonderhaftung bei Sonderverbindung“ auf Grundlage von positiver Forderungsverletzung und culpa in contrahendo; *Larenz/Canaris*, SchR II/2, § 76 III 3b; *Balzer*, ZBB 1997, 260, 263;

⁶⁸⁸ *Bliesener*, S. 144; *Canaris*, Gesetzliches Verbot und Rechtsgeschäft, S. 21 ff., 34 ff.

dar, wenn es Sinn und Zweck dieser Norm ist, dass ein bestimmtes Rechtsgeschäft nicht abgeschlossen wird, also verboten wird.⁶⁸⁹

§ 32 WpHG spricht ausdrücklich von Verboten bzgl. Empfehlungen und Eigengeschäften, wogegen § 31 WpHG von Geboten spricht. Allerdings wollen weder § 31 WpHG, noch § 32 WpHG Rechtsgeschäfte verbieten, sondern nur bestimmte Verhaltensregeln dafür aufstellen. Durch diese Verhaltensregeln soll das Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt gefördert werden und die Anleger dadurch gerade animiert werden, Wertpapierdienstleistungen in Anspruch zu nehmen und entsprechende Verträge abzuschließen. Das Verbot bestimmter Rechtsgeschäfte ist also nicht Sinn und Zweck der Wohlverhaltensregeln des WpHG. Die §§ 31, 32 WpHG sind demnach keine Verbotsgesetze i.S.d. § 134 BGB.⁶⁹⁰

f) Ergebnis

Als zivilrechtliche Rechtsfolge einer Verletzung der Wohlverhaltenspflichten des § 31 WpHG steht dem Kunden also ein Schadensersatzanspruch gem. § 280 BGB zu. Gleiches gilt bei Verletzung der Wohlverhaltenspflichten des § 32 WpHG, soweit diese an Wertpapierdienstleistungsunternehmen gerichtet sind.

Soweit sich die Wohlverhaltensregeln des § 32 WpHG an andere Personen als das Wertpapierdienstleistungsunternehmen richten, steht dem Kunden bei Verletzung ein Schadensersatzanspruch gem. § 823 Abs. 2 BGB zu.

3. Vergleich zur MIFID

Die Neuregelung der Wohlverhaltensregeln durch die MIFID hat auf die oben genannten Rechtsfolgen bei Verletzung der Wohlverhaltensregeln keine Auswirkungen. Nachdem sämtliche Wohlverhaltensregeln der MIFID an den

⁶⁸⁹ BGH NJW 1983, 2873; *Mayer-Maly/Armbrüster*, in: Münchener Kommentar, § 134 Rn. 41; *Canaris*, Gesetzliches Verbot und Rechtsgeschäft, S. 17

⁶⁹⁰ *Bliesener*, S. 145

Vertragspartner des Kunden gerichtet sind, hat der Kunde also auch zukünftig einen Schadensersatzanspruch gem. § 280 BGB bei Verletzung derselben.

Schlussbetrachtung

Zum großen Teil bringt die Neuregelung der Wohlverhaltensregeln durch die MIFID für das deutsche Recht keine inhaltlichen Änderungen, sondern stellt nun ausdrücklich solche Anforderungen fest, die im deutschen Recht derzeit aus § 31 WpHG abgeleitet werden.

Allerdings werden sich auch Änderungen im Bereich der Wohlverhaltensregeln durch die Neuregelung ergeben.

So werden sich beispielsweise kleinere Änderungen im Bereich der Marketing-Mitteilungen⁶⁹¹, der Börsenpflicht gem. § 22 BörsG⁶⁹², bei Bonifikationen⁶⁹³ oder bei Form, Zeitpunkt und Häufigkeit der Informationserteilung⁶⁹⁴ ergeben.

Die wesentlichen Änderungen betreffen jedoch die Anlageberatung, den Kundenbegriff, die Erkundigungs- und Informationspflichten sowie Execution-Only-Geschäfte.

Die Anlageberatung wird zukünftig eine Wertpapierdienstleistung und nicht mehr nur eine bloße Wertpapiernebendienstleistung sein, was Auswirkungen auf reine Anlageberater hat. Sie werden zum einen zukünftig eine Erlaubnis für ihre Tätigkeit benötigen, zum anderen werden sie den Wohlverhaltensregeln unterliegen.⁶⁹⁵

Im Bereich des Kundenbegriffs ergeben sich zwei wesentliche Änderungen. Einmal wird durch die Einführung der drei Kundenkategorien (Kleinanleger, professioneller Kunde und geeignete Gegenpartei) und die Regelung eines unterschiedlichen Schutzniveaus für jede Kundengruppe der Umfang der Anwendbarkeit der Wohlverhaltensregeln eindeutig geregelt.⁶⁹⁶ Zweitens ergibt sich eine Änderung für Fälle, in denen eine zweite Wertpapierfirma zur Auftragsausführung eingeschaltet wird. Hier sind zukünftig grundsätzlich beide

⁶⁹¹ vgl. Gliederungspunkt Kapitel 3, B.V.4.a)

⁶⁹² vgl. Gliederungspunkt Kapitel 3, B.II.4.a)

⁶⁹³ vgl. Gliederungspunkt Kapitel 3, B.III.4.b)

⁶⁹⁴ vgl. Gliederungspunkt Kapitel 3, B.V.4.e)

⁶⁹⁵ vgl. Gliederungspunkt Kapitel 3, B.I.3.d)

⁶⁹⁶ vgl. Gliederungspunkt Kapitel 3, B.I.4.b)(c)

Wertpapierfirmen zur Beachtung der Wohlverhaltensregeln verpflichtet, da der Anleger als Kunde beider Firmen anzusehen ist.⁶⁹⁷

Die wohl bedeutendsten Änderungen betreffen den Bereich der Erkundigungs- und Informationspflichten. Zukünftig wird unterschieden zwischen den Wertpapierdienstleistungen Anlageberatung und Portfolio-Management einerseits und den sonstigen Wertpapierdienstleistungen andererseits. Bei Anlageberatung und Portfolio-Management wird eine umfangreiche Erkundigungspflicht mit anschließender Pflicht zum Geeignetheitstest bestehen⁶⁹⁸, bei sonstigen Wertpapierdienstleistungen wird eine eingeschränkte Erkundigungspflicht mit anschließender Pflicht zum Angemessenheitstest bestehen⁶⁹⁹. Sowohl die Pflicht zum Geeignetheitstest gem. Art. 19 Abs. 4 MIFID als auch die Pflicht zum Angemessenheitstest gem. Art. 19 Abs. 5 MIFID stellen für das deutsche Recht eine wesentliche Neuerung da. Außerdem wird es keine Pflicht zur Erteilung objektbezogener Informationen mehr geben.⁷⁰⁰

Bei Execution-Only-Dienstleistungen gilt zukünftig ein eindeutig geregelter Pflichtenumfang. Die Kunden sind bei diesen Dienstleistungen nur noch allgemein zu informieren, es gilt keine Erkundigungspflicht und kein Angemessenheitstest. Bislang ist der Pflichtenumfang bei diesen Geschäften umstritten, nach richtiger Auffassung ist der Kunde jedoch umfassend zu informieren.⁷⁰¹

Im Hinblick auf den Anlegerschutz lässt sich festhalten, dass die MIFID insgesamt betrachtet zu einer Verbesserung führt. Zwar tritt in einzelnen Bereichen durch die Neuregelung eine Verschlechterung des Anlegerschutzes ein (z.B. durch die fehlende Pflicht zur objektbezogenen Information), aber durch die umfangreiche explizite Regelung der Wohlverhaltensregeln, durch die Aufnahme der Anlageberatung in den Katalog der Wertpapierdienst-

⁶⁹⁷ vgl. Gliederungspunkt Kapitel 3, B.I.4.b)(b)

⁶⁹⁸ Art. 19 Abs. 4 MIFID; vgl. Gliederungspunkt Kapitel 2, C.V.

⁶⁹⁹ Art. 19 Abs. 5 MIFID; vgl. Gliederungspunkt Kapitel 2, C.VI.

⁷⁰⁰ vgl. Gliederungspunkt Kapitel 3, B.V.4.d)

⁷⁰¹ vgl. Gliederungspunkt Kapitel 3, B.VI.3.

leistungen sowie durch die Einführung des Geeignetheits- und Angemessenheitstests wird der Anlegerschutz insgesamt gesehen verbessert.

Literaturverzeichnis

Arendts, Martin, Die Nachforschungspflichten des Anlageberaters über die von ihm empfohlene Kapitalanlage, DStR 1997, 1649 - 1653

Assmann, Heinz-Dieter / Schütze, Rolf A., Handbuch des Kapitalmarktrechts, 2. Auflage, München 1997

(zitiert: *Bearbeiter*, in: Assmann/ Schütze)

Assmann, Heinz-Dieter / Schneider, Uwe H. (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 3. Auflage, Köln 2003

(zitiert: *Bearbeiter*, in: Assmann/ Schneider)

Avgerinos, Yannis V., Regulating and Supervising Investment Services in the European Union, Houndmills u.a. 2003

Balzer, Peter, Anlegerschutz bei Verstößen gegen die Verhaltenspflichten nach §§ 31 ff Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), ZBB 1997, 260 - 269

Balzer, Peter, Discount-Broking im Spannungsfeld zwischen Beratungsausschluss und Verhaltenspflichten nach WpHG, Der Betrieb 1997, 2311 - 2318

Balzer, Peter, Aufklärungs- und Beratungspflichten bei der Vermögensverwaltung, WM 2000, 441 – 450

Balzer, Peter, Rechtsfragen des Effektengeschäfts der Direktbanken, WM 2001, 1533 - 1542

Balzer, Peter, Aktuelle Rechtsprechung zum Discount Broking, Die Bank 2001, 51 – 55

Balzer, Peter, Der Vorschlag der EG-Kommission für eine neue Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, ZBB 2003, 177 – 192

Batereau, Lutz, Spieleinwand bei „range warrants“ – Umfang der Aufklärungspflicht des Discount-Brokers, BB-Kommentar zu: BGH, Urteil vom 5.10.1999 – XI ZR 296/98, BB 2000, 11 - 12

Baumbach, Adolf / Hopt, Klaus J., Handelsgesetzbuch mit GmbH & Co., Handelsklauseln, Bank- und Börsenrecht, Transportrecht (ohne Seerecht), 31. Auflage, München 2003

(zitiert: *Bearbeiter*, in: Baumbach/ Hopt)

Berger, Klaus Peter, Haftung für unrichtige Bankauskunft – Abschied vom stillschweigend abgeschlossenen Auskunftsvertrag, ZBB 2001, 238 – 251

Blair, William / Allison, Austin / Morton, Guy / Richards-Carpenter, Peter / Walker, George / Walmsley, Nicholas, Banking and Financial Services Regulation, 3. Auflage, London 2002
(zitiert: *Blair*, Banking and Financial Services Regulation)

Bliesener, Dirk H., Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel, Berlin – New York 1998

Bremer, Heinz, Die Börsensachverständigenkommission 1968 – 1975, Berlin 1976

Buttlar, Wolf Freiherr von, Aufklärungspflichten beim Vertrieb von US-amerikanischen Regulations-S- Aktien, Kurzkomentar zu: BGH, Beschluss vom 18.9.2001 – XI ZR 377/00, EWiR 2002, 201 - 202

Bydlinski, Franz, Unentbehrlichkeit und Grenzen methodischen Rechtsdenkens, AcP 188 (1988), 447 – 488

Cahn, Andreas, Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG, ZHR 162 (1998), 1 – 50

Canaris, Claus-Wilhelm, Gesetzliches Verbot und Rechtsgeschäft, Schriftenreihe der Juristischen Studiengesellschaft Karlsruhe, Heft 160, Heidelberg 1983

Cramer, Jörg-E. / Rudolph, Bernd (Hrsg.), Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung – Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements, Frankfurt am Main 1995
(zitiert: *Bearbeiter*, in Cramer/ Rudolph)

Cruickshank, Cristopher, Is there a Need to Harmonise Conduct of Business Rules?, in: Ferrarini, Guido (Hrsg.), European Securities Markets – The Investment Services Directive and Beyond, London etc. 1998, 131 – 134

Drygala, Tim, Termingeschäftsfähigkeit und Aufklärungspflicht beim Handel mit Optionsscheinen, ZHR 159 (1995), 686 ff.

Ebenroth, Carsten Thomas / Daum, Thomas, Die rechtlichen Aspekte des Ratings von Emittenten und Emissionen, WM 1992, Sonderbeilage 5

Ebenroth, Carsten Thomas / Boujong, Karlheinz / Joost, Detlef, Handelsgesetzbuch – Kommentar, Band 2, München 2001
(zitiert: *Bearbeiter*, in: Ebenroth/ Boujong/ Joost, HGB)

Ellenberger, Jürgen, Die neuere Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes zu Aufklärungs- und Beratungspflichten bei der Anlageberatung, WM 2001, Sonderbeilage 1

Elster, Nico, Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Sekundärmarktes, München 2002

Erichsen, Hans-Uwe / Ehlers, Dirk, Allgemeines Verwaltungsrecht, 12. Auflage, Berlin 2002
(zitiert: *Bearbeiter*, in: Erichsen/ Ehlers)

Europäische Wirtschaftsgemeinschaft, Kommission, Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts – Bericht einer von der EWG-Kommission eingesetzten Sachverständigengruppe, Brüssel 1966

Fleischer, Holger, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, München 2001

Fleischer, Holger, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, NJW-Beilage 23/2002, 37 - 41

Gaßner, Otto / Escher, Markus, Bankpflichten bei der Vermögensverwaltung nach Wertpapierhandelsgesetz und BGH-Rechtsprechung, WM 1997, 93 – 104

Grottke, Sybille, Die EG-Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie, EuZW 1993, 440 – 442

Grunewald, Barbara, Zur Haftung von Fachleuten im Zivilrechtsverkehr, JZ 1982, 627 – 632

Grunewald, Barbara, Neue Regeln zum Insiderhandel, ZBB 1990, 128 - 133

Hammen, Horst, „Best“ – Was ist Börsenhandel ?, WM 2002, 2129 – 2137

Hammes, Nicole, Die Vorschläge der Europäischen Kommission zur Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, ZBB 2001, 498 – 507

Hellner, Thorwald (bis 2003) / Schröter, Jürgen / Steuer, Stephan / Weber, Ahrend (Hrsg.), Bankrecht und Bankpraxis, Band 4, Köln 2003
(zitiert: *Bearbeiter*, in: BuB)

Helmschrott, Harald / Waßmer, Paul, Aufklärungs-, Beratungs- und Verhaltenspflichten von Wertpapierdienstleistern nach §§ 31, 32 WpHG bei der Anlage in Aktien des neuen Marktes, WM 1999, 1853 - 1863

Hopt, Klaus J., Nichtvertragliche Haftung außerhalb von Schadens- und Bereicherungsausgleich – Zur Theorie und Dogmatik des Berufsrechts und der Berufshaftung, AcP 183 (1983), 608 – 720

Hopt, Klaus J., Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz – insbesondere Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität, ZHR 159 (1995), 135 – 163

Hopt, Klaus J. / Wiedemann, Herbert (Hrsg.), Aktiengesetz Großkommentar, Band 1, 4. Auflage, Berlin 2004
(zitiert: *Bearbeiter*, in: Großkommentar AktG)

Horn, Norbert, Die Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken, ZBB 1997, 139 - 152

Horn, Norbert, Anlageberatung im Privatkundengeschäft der Banken – Rechtsgrundlagen und Anforderungsprofil, WM 1999, 1 – 10

Jentsch, Werner, Die EG-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie – Entstehungsgeschichte und Inhalt, WM 1993, 2189 – 2195

Kölsch, Martin, Discount Brokerage auf dem Kontinent: eine internationale Dienstleistung mit nationalen Besonderheiten, WM 1996, 1169

Köndgen, Johannes, Anlageberatung, Anlegergerechtigkeit / „Bond-Anleihe“, Kurzkomentar zu: BGH, Urteil vom 6.7.1993 – XI ZR 12/93, EWiR 1993, 857 - 858

Köndgen, Johannes, Die Entwicklung des privaten Bankrechts in den Jahren 1992 – 1995, NJW 1996, 558 – 570

Köndgen, Johannes, Wieviel Aufklärung braucht ein Wertpapierkunde?, ZBB 1996, 361 – 365

Köndgen, Johannes, Rules of Conduct: Further Harmonisation?, in: Ferrarini, Guido (Hrsg.), European Securities Markets – The Investment Services Directive and Beyond, London etc. 1998, 115 – 130

Koller, Ingo, Wer ist Kunde eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens (§ 31 f WpHG), ZBB 1996, 97 - 103

Koller, Ingo, Optionsgeschäfte, Börsentermingeschäfte, Aufklärung, Discount-Bank, Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Kurzkomentar zu: BGH, Urteil vom 5.10.1999 – XI ZR 296/98, EWiR 1999, 1111 - 1112

Kopp-Colomb, Wolf von / Lenz, Jürgen, Der europäische Pass für Emittenten – Der Lamfalussy-Bericht über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte und der Vorschlag einer neuen Prospekttrichtlinie, AG 2002, 24 – 29

Krimphove, Dieter, Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz – Ein Beitrag zur „Europäisierung“ des Wertpapierrechts, JZ 1994, 23 – 30

Kübler, Friedrich, Anlageberatung durch Kreditinstitute, ZHR 145 (1981), 204 - 221

Kühne, Otto, Ausgewählte Auswirkungen der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie – MiFiD, BKR 2005, 275 - 280

Kümpel, Siegfried, Das Effektengeschäft im Lichte des 2. Finanzmarktförderungs-gesetzes, WM 1993, 2025 - 2031

Kümpel, Siegfried, Die allgemeinen Verhaltensregeln des Wertpapierhandels-gesetzes, WM 1995, 689 ff.

Kümpel, Siegfried, Wertpapierhandelsgesetz – Eine systematische Darstellung, Berlin 1996

Kümpel, Siegfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, Köln 2004

Kümpel, Siegfried, Kapitalmarktrecht – Eine Einführung, 3. Auflage, Berlin 2004

Lang, Volker, Die Beweislastverteilung im Falle der Verletzung von Aufklärungs- und Beratungspflichten bei Wertpapierdienstleistungen, WM 2000, 450 – 467

Lang, Volker, Einmal mehr: Berufsrecht, Berufspflichten und Berufshaftung. Gedanken zu Inhalt und Dogmatik eines Berufsrechtes am Beispiel der bankrechtlichen Informationspflichten, AcP 201 (2001), 451 ff.

Lang, Volker, Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen, München 2003

Lange, Markus, Informationspflichten von Finanzdienstleistern – Zivilrechtliche Vorfeldpflichten bei Anlagegeschäften an Finanz- und Terminmärkten unter Berücksichtigung der §§ 31, 32 WpHG, Berlin 2000

Larenz, Karl / Canaris, Claus-Wilhelm, Lehrbuch des Schuldrechts, Besonderer Teil, 2. Halbband, 13. Auflage, München 2004

Leisch, Franz Clemens, Informationspflichten nach § 31 WpHG – Rechtsnatur und Inhalt; zur zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftsrechts, München 2004

Lenz, Carl Otto / Borchardt, Klaus-Dieter (Hrsg.), EU- und EG-Vertrag – Kommentar, 3. Auflage, Köln 2003
(zitiert: *Bearbeiter*, in: Lenz / Borchardt)

Lenzen, Ursula, Reform des Rechts zur Verhinderung der Börsenkursmanipulation, WM 2000, 1131 – 1139

Liersch, Jan, Nachteile für den Finanzplatz durch ausserbörsliche Wertpapiergeschäfte, WM 2003, 473 – 479

Maurenbrecher, Benedikt, Von der Investment Services Directive zur Markets in Financial Instruments Directive – ein Überblick aus Schweizer Sicht, AJP/PJA 2005, 19 – 38

Maurer, Hartmut, Allgemeines Verwaltungsrecht, 15. Auflage, München 2004

Meier-Schatz, Christian J., Die neue Börsenrechtsordnung der Schweiz – ein Überblick, ZBB 1997, 325 – 345

Mensching, Christian, Der neue Komitologie-Beschluss des Rates, EuZW 2000, 268 – 271

Meyer, Wilhelm, Lamfalussy-Bericht über Wertpapiere, WM 2000, 2573 – 2574

Meyer, Wilhelm, Beschleunigte Ausschussverfahren in Wertpapiermärkten, WM 2001, 926 – 927

Mielk, Holger, Die wesentlichen Neuregelungen der 6. KWG-Novelle, WM 1997, 2200 – 2210

Möller, Andreas, Die Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, WM 2002, 309 – 317

Möllers, Thomas M. J., Literaturbesprechung zu: Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar. Bearbeitet von Heinz Dieter Assmann, Peter Cramer, Ingo Koller, Siegfried Kümpel, Uwe H. Schneider. Köln: Dr. Otto Schmidt, 1995, JZ 1996, 787 - 788

Möllers, Thomas M. J., Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht – Harmonisierungsmöglichkeiten nach geltendem und künftigem Recht, ZGR 1997, 334 – 367

Möllers, Thomas M. J. / Ganten, Ted, Die Wohlverhaltensrichtlinie des BAWe im Lichte der neuen Fassung des WpHG – Eine kritische Bestandsaufnahme, ZGR 1998, 773 ff.

Mülbert, Peter O., Konzeption des europäischen Kapitalmarktrechts für Wertpapierdienstleistungen, WM 2001, 2085 – 2102

Mülbert, Peter O., Die neuen Transparenzregeln im Vorschlag einer Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte – insbesondere die Pre-Trade Transparenzpflicht von systematischen Internalisierern, Arbeitspapier des Instituts für deutsches und internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz, Arbeitspapiere 2003

(im Internet abrufbar unter www.institut-kreditrecht.de -> Veröffentlichungen -> Prof. Dr. Mülbert -> Arbeitspapiere, Download vom 06.12.2005)

Mülbert, Peter O., The Eclipse of Contract Law in the Investment Firm – Client – Relationship- the impact of the MiFID on the German law of contract relating to securities

transactions, Arbeitspapier des Instituts für deutsches und internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz, Arbeitspapiere 2005 (im Internet abrufbar unter www.institut-kreditrecht.de -> Veröffentlichungen -> Prof. Dr. Mülbart -> Arbeitspapiere, Download vom 06.12.2005)

Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Bände 1 und 5, 4. Auflage, München 2004

(zitiert: *Bearbeiter*, in: *Münchener Kommentar*)

Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, Band 5, München 2001

(zitiert: *Bearbeiter*, in: *Münchener Kommentar HGB*)

Nobel, Peter, Das Schweizerische Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG), WM 1996, 100 – 103

Oechsler, Jürgen, Mittäterschaft einer Vermittlungs-GmbH und ihrer Geschäftsführer bei Schädigung von Anlegern gem. § 826 BGB, Anmerkung zu: BGH, Urteil vom 11.3.1997 – XI ZR 92/96, WuB IV A. § 826 BGB 2.99

Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 63. Auflage, München 2004

(zitiert: *Bearbeiter*, in: *Palandt*)

Picker, Eduard, Positive Forderungsverletzung und culpa in contrahendo – Zur Problematik der Haftungen „zwischen“ Vertrag und Delikt, AcP 183 (1983), 369 – 520

Picker, Eduard, Vertragliche und deliktische Schadenshaftung, JZ 1987, 1041 – 1058

Pötzsch, Thorsten, Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz, WM 1998, 949 – 966

Raeschke-Kessler, Hilmar, Bankenhaftung bei der Anlageberatung über neue Finanzprodukte, WM 1993, 1830 – 1838

Raeschke-Kessler, Hilmar, Grenzen der Dokumentationspflicht nach § 31 Abs. 2 Nr. 1 WpHG – Anmerkungen zum Bankgeheimnis und informationellen Selbstbestimmungsrecht der Kunden, WM 1996, 1764 - 1768

Reich, Norbert, Informations-, Aufklärungs- und Warnpflichten beim Anlagengeschäft unter besonderer Berücksichtigung des „execution-only-business“ (EOB), WM 1997, 1601 – 1609

Reischauer, Friedrich / Kleinhaus, Joachim, Kreditwesengesetz (KWG), Band 1, Stand Oktober 2005

Rider, Barry / Abrams, Charles / Ferran, Eilis, Guide to the Financial Services Act 1986, 2. Auflage, 1989

Rössner, Michael-Christian / Arendts, Martin, Die Haftung wegen Kontoplünderung durch Spesenschinderei (Churning), WM 1996, 1517 - 1528

Roth, Urs Philipp, Effekthändler – Überblick über die Bestimmungen des Börsengesetzes, in: Meier-Schatz, Christian J. (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, Bern 1996

Rottenburg, Franz von, Rechtsprobleme beim Direktbanking, WM 1997, 2381 - 2393

Schäfer, Frank A., Voraussetzungen für stillschweigenden Abschluss eines Beratungsvertrages; gefestigte Vorstellung vom Anlagegeschäft; Entwicklungslinie der Rechtsprechung, Anmerkung zu: BGH, Beschluss vom 12.3.1996 – XI ZR 232/95, WuB I G1. – 9.96

Schäfer, Frank A., Zulässigkeit und Grenzen der Kurspflege, WM 1999, 1345 – 1352

Schäfer, Frank A. (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV: Kommentar, Stuttgart 1999
(zitiert: Bearbeiter, in: Schäfer)

Schäfer, Frank A., Broschüre über Börsenterminoptionsgeschäfte, Haftung des Geschäftsführers, Börsenterminoptionsgeschäfte vermittelnde GmbH, Kurzkomentar zu: BGH, Urteil vom 16.10.2001 – XI ZR 25/01

Schimansky, Herbert / Bunte, Hermann-Josef / Lwowski, Hans-Jürgen, Bankrechts-Handbuch, Band III, München 2001
(zitiert: Bearbeiter, in: Schimansky/ Bunte/ Lwowski)

Schneider, Uwe H. / Burgard, Ulrich, Scalping als Insiderstraftat, ZIP 1999, 381 – 390

Schödermeier, Martin, Nachforschungspflichten einer Bank als Vermögens-verwalterin zur Person ihres Kunden, WM 1995, 2053 – 2059

Schödermeier, Martin / Wallach, Edgar, Die Insider-Richtlinie der Europäischen Gemeinschaften, EuZW 1990, 122 - 126

Schulte-Frohlinde, Mark-Olaf, Art. 11 Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und seine Umsetzung durch das Wertpapierhandelsgesetz, München 1999

Schulte-Nölke, Hans, Anlegerschutz bei Optionsscheinen, DStR 1995, 1798 – 1801

Schwark, Eberhard, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, München 1979

Schwark, Eberhard, Anforderungen an Anlageberatung bei Erwerb von DM-Auslandsanleihen („Bond-Fall“), Anmerkung zu: BGH, Urteil vom 6.7.1993 – XI ZR 12/93, WuB I G4. – 9.93

Schwark, Eberhard, Die Verhaltensnormen der §§ 31 ff WpHG, in: Hadding, Walther / Hopt, Klaus / Schimansky, Herbert (Hrsg.), Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung – Bankrechtstag 1995, Schriftenreihe der Bankrechtlichen Vereinigung, Band 7, Berlin – New York 1996, 109 – 133

Schwark, Eberhard (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Auflage, München 2004
(zitiert: *Bearbeiter*, in: Schwark)

Schwennicke, Andreas, Schadensersatzanspruch aus Vermögensverwaltungs-vertrag; Haftungsbegrenzung für Auswahlverschulden in Allgemeinen Geschäftsbedingungen, Anmerkung zu: LG Stuttgart, Urteil vom 13.11.1996 – 14 O 426/96, WuB I G9. – 1.97

Schwennicke, Andreas, Die Dokumentation der Erfüllung von Verhaltenspflichten nach § 31 Abs. 2 WpHG durch die Bank, WM 1998, 1101 – 1109

Schwintowski, Hans-Peter, Die Aufklärungspflichten beim Discount Brokerage, ZBB 1999, 385 – 389

Seitz, Jochen, Die Integration der europäischen Wertpapiermärkte und die Finanzgesetzgebung in Deutschland, BKR 2002, 340 – 347

Siller, Christian, Discount-Broking, Aufklärungs- und Beratungspflichten, Bandbreitenoptionsscheine, Börsentermingeschäft, Kurzkomentar zu: LG München I, Urteil vom 29.1.1998 – 26 O 4309/97, EWiR 1998, 473 - 474

Spindler, Gerald, Elektronische Finanzmärkte und Internet-Börsen – Teil I: Grundlegende Risiken und Reform des nationalen Kapitalmarktrechts, WM 2002, 1325 – 1341

Steffen, Erich, Verkehrspflichten im Spannungsfeld von Bestandsschutz und Handlungsfreiheit, VersR 1980, 409 ff.

Streinz, Rudolf, Europarecht, 6. Auflage, Heidelberg 2003

Streinz, Rudolf / Ohler, Christoph, § 20 WpHG in rechtsstaatlicher Perspektive – europa- und verfassungsrechtliche Anforderungen an das Verbot von Kurs- und Marktpreismanipulation, WM 2004, 1309 – 1317

Szagunn, Volkhard / Wohlschieß, Karl, Gesetz über das Kreditwesen, 5. Auflage, Stuttgart 1990

Taschner, Hans Claudius, Rechtsangleichung in der Bewährung?, in: Lücke, Gerhard / Ress, Georg / Will, Michael R. (Hrsg.), Rechtsvergleichung, Europarecht und Staatenintegration, Gedächtnisschrift für Léontin-Jean Constantinesco, Köln etc., 1983, 765 - 780

Theissen, Erik, Internalisierung und Marktqualität: Was bringt Xetra Best?, Kredit und Kapital Bd. 35 (2002), 550 - 571

Thüsing, Gregor / Schneider, Stefan, Die Haftung für Rat, Auskunft, Empfehlung, JA 1996, 807 ff.

Tilp, Andreas W., Termingeschäfte, Optionsscheine, Informationsblatt, Aufklärungspflichten, Kurzkomentar zu: BGH, Urteil vom 11.3.1997 – XI ZR 92/96, EWiR 1997, 839 - 840

Tison, Michel, Conduct of Business Rules and their Implementation in the EU Member States, in: Ferrarini, Guido / Hopt, Klaus J. / Wymeersch, Eddy (Hrsg.), Capital Markets in the Age of the Euro – Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation, Den Haag etc. 2002, 65 – 99

Titz, Anselm, Beratungspflichten für Discount-Broker ?, WM 1998, 2179 - 2184

Vortmann, Jürgen (Hrsg.), Prospekthaftung und Anlageberatung, Stuttgart 2000
(zitiert: *Bearbeiter*, in: Vortmann)

Watter, Rolf / Malacrida, Ralph, Das Börsengesetz im internationalen Kontext, in: Meier-Schatz, Christian J. (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, Bern 1996

Weber, Martin, Deutsches Kapitalmarktrecht im Umbruch – Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz, NJW 1994, 2849 – 2860

Weber-Rey, Daniela / Baltzer, Corinna, Aufsichtsrechtliche Regelungen für Vermittler von Finanzanlagen und Vermögensverwalter nach der 6. KWG-Novelle, WM 1997, 2288 – 2296

Welch, Jane, the Sophisticated Investor and the ISD, in: Ferrarini, Guido / Hopt, Klaus J. / Wymeersch, Eddy (Hrsg.), Capital Markets in the Age of the Euro – Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation, Den Haag etc. 2002, 101 – 114

White, John R. C., Regulation of Securities and Futures Dealing, London 1992

Wieneke, Laurenz, Discount-Broking und Anlegerschutz, Baden-Baden 1999

Winternitz, Christian P., Wertpapieraufsichtsgesetz – Kommentar, Wien 1998

Wymeersch, Eddy, The Implementation of the ISD and CAD in National Legal Systems, in: Ferrarini, Guido (Hrsg.), European Securities Markets – The Investment Services Directive and Beyond, London etc. 1998, 3 – 44

Zeller, Sven, Beratungsvertrag im Wertpapiergeschäft, Kaufvertrag, c.i.c., Kurzkommentar zu: BGH, Nichtannahmebeschluss vom 12.3.1996 – XI ZR 232/95, EWiR 1996, 641 - 642

Zugehör, Horst, Berufliche „Dritthaftung“ – insbesondere der Rechtsanwälte, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und Notare – in der deutschen Rechtsprechung, NJW 2000, 1601 – 1609

Zuleeg, Manfred, Öffentliches Recht und Privatrecht im Europarecht, ZEuP 2001, 533 - 547